

**Univerzitet u Beogradu**

**Ekonomski fakultet**

**Dušan Z. Marković**

**KONKURENTSKI I FINANSIJSKI EFEKTI  
MEĐUNARODNIH PREUZIMANJA U  
SRBIJI**

**Doktorska disertacija**

**Beograd, 2012**

**University of Belgrade**

**Faculty of Economics**

**Dušan Z. Marković**

**COMPETITIVENES AND FINANCIAL  
EFFECTS OF CROSS BORDER  
ACQUISITIONS IN SERBIA**

**PhD Dissertation**

**Belgrade, 2012**

***Mentor:***

Prof. Dr. Branko Rakita  
Ekonomski fakultet, Univerzitet u Beogradu

***Član komisije:***

Prof. Dr. Dragan Đuričin  
Ekonomski fakultet, Univerzitet u Beogradu

***Član komisije:***

Prof. Dr. Stevo Janošević  
Ekonomski fakultet, Univerzitet u Kragujevcu

***Datum odbrane:*** \_\_\_\_\_

## **KONKURENTSKI I FINANSIJSKI EFEKTI MEĐUNARODNIH PREUZIMANJA U SRBIJI**

**Rezime:** Proces globalizacije značajno je ubrzan tokom prethodne dve decenije. Njegova glavna karakteristika je nastanak novog poslovnog okruženja. Novo poslovno okruženje se sa jedne strane odlikuje obiljem poslovnih prilika, usled dostupnosti novih tržišta, a sa druge obiljem opasnosti, usled izloženosti globalnoj konkurenciji. Kompanije su na promenjen poslovni ambijent reagovalе internacionalizacijom poslovanja, a sve u cilju korišćenja mogućnosti koje su se otvorile i adekvatnog upravljanja rizikom poslovanja. U ovom periodu investicione strategije internacionalizacije, a naročito međunarodna preuzimanja, dobila su na svojoj atraktivnosti i značaju. Liberalizacijom regulative koja se odnosi na inostrane investicije, naročito kroz masovne privatizacije, državni organi bivših socijalističkih zemalja, uključujući i Srbiju, kreirali su pretpostavke za dinamičan razvoj međunarodnih preuzimanja. Usled neefikasnog institucionalnog i specifičnog poslovnog ambijenta u tranzicionim zemljama, inače složen proces međunarodnih preuzimanja postaje još kompleksniji. U okviru disertacije biće izložen strategijski model planiranja i implementacije međunarodnih preuzimanja čija bi primena trebalo da doprinese kreiranju vrednosti za vlasnike. Nakon toga biće analizirani efekti međunarodnih preuzimanja u Srbiji na nacionalni izvoz kao i izvoz preuzetih kompanija, razvoj finansijskog položaja preuzetih kompanija i konačno efekti transferisanja međunarodnih standarda poslovanja kao izuzetno značajne imovine nematerijalnog karaktera.

**Ključne reči:** *Globalizacija, međunarodna preuzimanja, konkurentnost, finansijski efekti, strategijsko upravljanje*

**Naučna oblast:** Ekonomija

**Uža naučna oblast:** Poslovna ekonomija i menadžment (međunarodni menadžment)

**UDK broj:** 339.727.22(043.3).

## ***COMPETITIVENESS AND FINANCIAL EFFECTS OF CROSS BORDER ACQUISITIONS IN SERBIA***

**Abstract:** The proces of globalization have been accelerated significantly over the past two decades. New business environment stemmed from globalization as its most prominent and most significant output. The new environment offers abundance of opportunities, yet competition in global field brings along variety of threats as well. In response to these new circumstances, companies decided to internationalize their operations and thus reap benefits from the new opportunities and properly manage business risks. International investment strategies, especially international acquisitions, mark rising attractiveness and importance in this period. Governments in ex socialist countries, including Serbia, liberalized foreign investment regulations, mainly through mass privatizations, and thus set the bases for dynamic development of international acquisitions. The process of international acquisitions already being very complex became even more intricate due to inefficient institutions and specific business environment in transition economies. This dissertation defines the strategic model for planning and implementation of international acquisitions whose practical application is expected to make contribution to shareholder value creation. The effects international acquisitions in Serbia had on national export, export and development of financial performances of acquired companies, and the effects of passing on global business practices, as a highly significant intangible asset, are then analyzed.

**Key words:** *Globalization, international acquisitions, competition, financial effects, strategic management*

**Scientific Dispcipline:** Economy

**Specific Scientific Discipline:** Business Economy and Management (International Management)

**UDK number:** 339.727.22(043.3).

## SADRŽAJ

<i>Uvod</i> .....	1
<b><i>I Strane direktne investicije kao akcelerator globalizacije i tranzicije</i></b> .....	<b>5</b>
1. Efekti globalizacije i ekonomskih integracija na kreiranje poslovnog ambijenta.....	5
2. Motivi, oblici i tokovi kretanja kapitala na globalnom nivou.....	19
3. Uticaj SDI na konkurentski potencijal tranzicionih privreda.....	34
4. Uloga i značaj MNK u novom poslovnom okruženju.....	44
5. Samostalne i partnerske strategije kao reakcija MNK na novo poslovno okruženje.....	55
<b><i>II Implementacija strategije međunarodnih preuzimanja u tranzicionim zemljama</i></b> .....	<b>66</b>
1. Analiza okruženja i upravljanje rizikom prilikom poslovanja u tranzicionim privredama.....	67
2. Pionirska strategija ulaska na tranziciona tržišta.....	76
3. Targetiranje i kreiranje strategije preuzimanja.....	85
4. Rad sa savetnicima i izrada Due Diligence.....	92
5. Metode vrednovanja subjekta preuzimanja.....	102
6. Postakvizicioni period i restrukturiranje preuzete kompanije.....	112
7. Upravljanje ljudskim resursima i kulturološkim razlikama u procesu preuzimanja.....	119
<b><i>III Izvozno konkurentski efekti međunarodnih preuzimanja u Srbiji</i></b> .....	<b>129</b>
1. Porterov pristup konkurentnosti preduzeća.....	130
2. Konkurentne strategije kao spona interne kompetentnosti i poslovnog okruženja.....	140
3. Alternativni pristupi konkurentnosti preduzeća.....	149
4. Determinante i merenje nacionalne konkurentnosti.....	158
5. Problemi i perspektive nacionalne konkurentnosti Srbije.....	169
6. Značaj i uloga izvoznog poslovanja kao strategije internacionalizacije.....	178
7. Izvozna konkurentnost preuzetih kompanija u Srbiji.....	185
Prilog 1a: Izvoz najvećih 50 izvoznika u 000 EUR u 2010. i 2011. godini.....	193
Prilog 1b: Izvoz najvećih 50 izvoznika u 000 EUR u 2009. i 2008. godini.....	194
Prilog 1c: Izvoz najvećih 50 izvoznika u 000 EUR u 2007. i 2006. godini.....	195
Prilog 1d: Izvoz najvećih 50 izvoznika u 000 EUR u 2005. godini.....	196
<b><i>IV Finansijski efekti međunarodnih preuzimanja u Srbiji</i></b> .....	<b>198</b>
1. Uloga i značaj merenja performansi preduzeća u savremenim uslovima poslovanja.....	199
2. Tradicionalni i savremeni sistemi merenja finansijskih performansi preduzeća.....	206

3. Analiza likvidnosti međunarodnih preuzimanja u Srbiji.....	214
4. Analiza solventnosti međunarodnih preuzimanja u Srbiji.....	219
5. Analiza efikasnosti upravljanja imovinom međunarodnih preuzimanja u Srbiji .....	227
6. Analiza rentabilnosti međunarodnih preuzimanja u Srbiji.....	232
7. Analiza efekata međunarodnih preuzimanja na zaposlenost, produktivnost i zarade .....	239
Prilog 2a. Racio tekuće likvidnosti kod međunarodnih preuzimanja.....	243
Prilog 2b. Racio redukovane likvidnosti kod međunarodnih preuzimanja .....	245
Prilog 3a. Racio pokrića stalne imovine kod međunarodnih preuzimanja .....	247
Prilog 3b. Racio pokrića obrtne imovine NOK kod međunarodnih preuzimanja .....	249
Prilog 3c. Racio zaduženosti kod međunarodnih preuzimanja .....	251
Prilog 4a. Racio obrta poslovne imovine kod međunarodnih preuzimanja.....	253
Prilog 4b. Racio obrta potraživanja od kupaca kod međunarodnih preuzimanja.....	255
Prilog 5a. Stopa neto poslovnog rezultata kod međunarodnih preuzimanja .....	257
Prilog 5b. Stopa prinosa na poslovnu imovinu kod međunarodnih preuzimanja.....	259
Prilog 5c. Stopa prinosa na neto kapital kod međunarodnih preuzimanja .....	261
Prilog 6a. Broj zaposlenih kod međunarodnih preuzimanja .....	263
Prilog 6b. Realni prihodi od prodaje po zaposlenom kod međunarodnih preuzimanja .....	265
Prilog 6c. Realne bruto zarade po zaposlenom kod međunarodnih preuzimanja.....	268
<b><i>V Efekti transfera međunarodnih standarda poslovanja na preuzete kompanije u Srbiji .....</i></b>	<b><i>272</i></b>
1. Afirmacija marketinške orijentacije, pozicioniranje i usklađivanje poslovnih funkcija .....	273
2. Efekti unapređivanja tehnoloških pretpostavki poslovanja.....	280
3. Usklađivanje korporativnih kultura i unapređenje sistema menadžmenta .....	287
4. Uticaj na unapređenje efektivnosti i efikasnosti ljudskih resursa .....	293
5. Unapređenje sistema korporativnog upravljanja.....	300
6. Afirmisanje etičkih standarda i antikoruptivnog poslovnog ponašanja .....	308
7. Efekti uvođenja prakse društveno odgovornog ponašanja .....	315
Prilog 7a. Spisak kompanija koje su učestvovala u anketi.....	323
Prilog 7b. Anketni upitnik.....	324
<b><i>Zaključak .....</i></b>	<b><i>327</i></b>
<b><i>Literatura</i></b>	
<b><i>Biografija</i></b>	
<b><i>Izjava o autorstvu</i></b>	
<b><i>Izjava o istovetnosti štampane i elektronske verzije doktorskog rada</i></b>	
<b><i>Izjava o korišćenju</i></b>	

## *Spisak grafikona*

Grafikon 1.1. Broj korisnika telefona na globalnom nivou na 100 stanovnika	8
Grafikon 1.2. Stope rasta robne razmen i GDP na globalnom nivou u periodu 1950-2008	11
Grafikon 1.3. Efekti slobodnog kretanja kapitala	20
Grafikon 1.4. Međunarodna sekjuritizacija i posredovanje	26
Grafikon 1.5. Tokovi i struktura stranih direktnih investicija u milionima USD	27
Grafikon.1.6. Vrednost portfolio investicija na globalnom nivou u milionima USD	29
Grafikon 1.7. Optimalna kriva ulaganja u akcije za period 1980-1990	30
Grafikon 1.8. Investicije i stope prinosa na investicija u privredi SSSR	34
Grafikon 1.9. Tranziciona kriva	36
Grafikon 1.10. Tenzije u primeni transfernih cena	52
Grafikon 1.11. Primena transfernih cena i motivacija MNK	53
Grafikon 2.1. Izgradnja i erozija pionirske konkurentske prednosti	77
Grafikon 2.2. Efikasnost mehanizama izolovanja u kontekstu internih i eksternih resursa	82
Grafikon 2.3. Veza korporativne i strategije preuzimanja	86
Grafikon 2.4. Mapa operativne sinergije	89
Grafikon 2.5. Predakvizicione aktivnosti koje doprinose uspehu preuzimanja	97
Grafikon 2.6. Šematski prikaz Due Diligence procesa	98
Grafikon 2.7. Različiti tipovi «cene» u procesu preuzimanja	103
Grafikon 2.8. Odnos ciljeva investitora i stejkholdera pri preuzimanjima	113
Grafikon 2.9. Modeli preuzimanja u zavisnosti od stepena promena	118
Grafikon 2.10. Ključne aktivnosti u upravljanju ljudskim resursima tokom preuzimanja	122
Grafikon 3.1. Šematski prikaz modela strukture grane	131
Grafikon 3.2. Međuzavisnost modela „pet konkurentske snage“	136
Grafikon 3.3. Uticaj Interneta na „konkurentske snage“	139
Grafikon 3.4. Generičke konkurentske strategije	140
Grafikon 3.5. Aktivnosti u lancu vrednosti koje stvaraju vrednost primenom diferenciranja	142
Grafikon 3.6 Aktivnosti lanca vrednosti koje stvaraju vrednost primenom strategije niskih troškova	144
Grafikon 3.7. Algoritam za odgovor na napade low cost konkurenata	146
Grafikon 3.8. Šematski prikaz modela na resursima zasnovanoj konkurentske prednosti	150
Grafikon 3.9. Institucionalni pristup konkurentnosti	156
Grafikon 3.10. „Dijamant“ nacionalne konkurentnosti	159
Grafikon 3.11. Osnove produktivnosti po WEF	165
Grafikon 3.12. Faktori uticaja na izvozne performanse	181
Grafikon 4.1. Grafički prikaz "Usklađene liste ciljeva"	205
Grafikon 4.2. Odnos MVA i EVA	211



Grafikon 5.1. Vrednovanje marketinške orijentisanosti preuzetih kompanija	277
Grafikon 5.2. Vrednovanje usklađenosti poslovnih funkcija preuzetih kompanija	278
Grafikon 5.3. Vrednovanje stava o primeni standardizovanog marketing pristupa kod preuzetih kompanija	279
Grafikon 5.4. Vrednovanje stava o tehnološkoj osnovi preuzetih kompanija	284
Grafikon 5.5. Vrednovanje stava o kontrolisanom "prelivanju" tehnoloških rešenja na dobavljače	285
Grafikon 5.6. Vrednovanje stava o uticaju "ugledanja" na ostale kompanije u Srbiji	286
Grafikon 5.7. Vrednovanje stava o stepenu inovativnosti zatečene korporativne kulture	291
Grafikon 5.8. Vrednovanje stava o zatečenom sistemu menadžmenta	292
Grafikon 5.9. Vrednovanje stava o obučenosti preuzetih ljudskih resursa	297
Grafikon 5.10. Vrednovanje stava o angažovanju menadžera ekspatrijata	298
Grafikon 5.11. Vrednovanje stava o kreiranju mladih kadrova	299
Grafikon 5.12. Vrednovanje stava o ulozi borda direktora u kreiranju poslovne strategije	305
Grafikon 5.13. Vrednovanje stava o angažovanju "eksternih" članova borda direktora	306
Grafikon 5.14. Vrednovanje stava o zastupljenosti predstavnika ostalih stejkholdera u bordu direktora	307
Grafikon 5.15. Vrednovanje stava o promovisanju etičkog kodeksa među zaposlenima u preuzetoj kompaniji	313
Grafikon 5.16. Vrednovanje stava o promovisanju etičkog kodeksa među ostalim stejkholderima	314
Grafikon. 5.17. Procenat kompanije koje objavljuju CSR izveštaje	316
Grafikon 5.18. Vrednovanje stava o učešću u društveno odgovornim aktivnostima	320
Grafikon 5.19. Vrednovanje stava o prilagođavanju društveno odgovornih aktivnosti u Srbiji	321

## *Spisak tabela*

Tabela 1.1 Broj Internet korisnika na 100 stanovnika u 2008. godini	9
Tabela 1.2 Međunarodna ekonomska razmena «BRIC» i zemalja «Trijade» u 2010. godini	12
Tabela 1.3 Broj imigranata i udeo u ukupnom stanovništvu	13
Tabela 1.4. Kapitalizacija svetskih finansijskih tržišta na kraju 2011. i 2001. godine (milijarde USD)	22
Tabela 1.5. Kapitalizacija tržišta obveznica u milijardama USD	27
Tabela 1.6. Vrednost međunarodnih preuzimanja u milionima USD	28
Tabela 1.7. Koreolacija mesečnih prinosa sa finansijskim tržištem SAD	31
Tabela 1.8. Tranziciona stagflacija	37
Tabela 1.9. SDI u pojedinim tranzicionim zemljama	43
Tabela 1.10. OLI paradigma i korporativni motivi MNK	49
Tabela 1.11. MNK i njihove operacije (milijarde USD)	50
Tabela 1.12. Samostalne investicije u inostranstvu u periodu 2004-09 godina	60
Tabela 2.1. Makroekonomski pokazatelji tranzicionih zemalja	68
Tabela 2.2. Dimenzije političkog rizika za pojedine tranzicione zemlje u periodu 2006-08	70
Tabela 2.3. Rangiranje tranzicionih država na bazi Doing Business publikacije	72
Tabela 2.4. Najveći finansijski savetnici za preuzimanja u 2011. godini	95
Tabela 2.5. Značaj pojedinih delova Due Diligence u zavisnosti od kulturne pripadnosti investitora	102
Tabela 3.1 Performanse poslovnih jedinica u zavisnosti od primenjene strategije	148
Tabela 3.2. Stubovi konkurentnosti po WEF	166
Tabela 3.3. Ponderi stubova konkurentnosti u zavisnosti od GDP po glavi stanovnika	168
Tabela 3.4. Vrednosti GCI u periodu 2009 – 2011 za zemlje regiona jugoistočne Evrope	170
Tabela 3.5. Vrednosti stubova konkurentnosti za Srbiju i efikasnošću vučene ekonomije u 2011. godini	171
Tabela 3.6. Izvozne performanse analiziranog uzorka	186
Tabela 3.7. Izvozne performanse analiziranog uzorka (bez US Steel Serbia)	187
Tabela 3.8. Stope rasta izvoza pojedinih međunarodnih preuzimanja	188
Tabela 3.9. Stope rasta izvoza pojedinih međunarodnih preuzimanja (bez US Steel Serbia)	189
Tabela 3.10. Udeo izvoznih prihoda u poslovnim prihodima međunarodnih preuzimanja	190
Tabela 4.1. Rezultati analize racia tekuće likvidnosti pre preuzimanja i u 2011. godini	215
Tabela 4.2. Poređenje racia tekuće likvidnosti međunarodnih preuzimanja i referentne vrednosti	216
Tabela 4.3. Rezultati analize racia rigorozne likvidnosti pre preuzimanja i u 2011. godini	217

Tabela 4.4. Poređenje racia rigorozne likvidnosti međunarodnih preuzimanja i referentne vrednosti	218
Tabela 4.5. Rezultati analize racia pokrića stalne imovine pre preuzimanja i u 2011. godini	220
Tabela 4.6. Poređenje racia pokrića stalne imovine međunarodnih preuzimanja i referentne vrednosti	221
Tabela 4.7. Rezultati analize racia pokrića obrtne imovine NOK pre preuzimanja i u 2011. godini	222
Tabela 4.8. Poređenje racia pokrivenosti obrtne imovine NOK međunarodnih preuzimanja i referentne vrednosti	224
Tabela 4.9. Rezultati analize racia zaduženosti pre preuzimanja i u 2011. godini	225
Tabela 4.10. Poređenje racia zaduženosti međunarodnih preuzimanja i referentne vrednosti	226
Tabela 4.11. Rezultati analize racia obrta poslovne imovine pre preuzimanja i u 2011. godini	228
Tabela 4.12. Poređenje racia obrta poslovne imovine međunarodnih preuzimanja i referentne vrednosti	229
Tabela 4.13. Rezultati analize racia obrta potraživanja od kupaca pre preuzimanja i u 2011. godini	230
Tabela 4.14. Poređenje racia obrta potraživanja od kupaca međunarodnih preuzimanja i referentne vrednosti	231
Tabela 4.15. Rezultati analize stope neto poslovnog dobitka pre preuzimanja i u 2011. godini	233
Tabela 4.16. Poređenje stope neto poslovnog dobitka međunarodnih preuzimanja i referentne vrednosti	234
Tabela 4.17. Broj kompanija iz uzorka koje su se nalazile na listi 100 najvećih po neto dobiti	235
Tabela 4.18. Rezultati analize stope prinosa na investicije pre preuzimanja i u 2011. godini	235
Tabela 4.19. Poređenje stope prinosa na investicije međunarodnih preuzimanja i referentne vrednosti	236
Tabela 4.20. Rezultati analize stope prinosa na kapital pre preuzimanja i u 2011. godini	237
Tabela 4.21. Poređenje stope prinosa na kapital međunarodnih preuzimanja i referentne vrednosti	238
Tabela 4.22. Poređenje stope prinosa na kapital međunarodnih preuzimanja i korigovane referentne vrednosti	239
Tabela 4.23. Rezultati analize zaposlenosti pre preuzimanja i u 2011. godini	240
Tabela 4.24. Rezultati analize realnih prihoda od prodaje po zaposlenom pre preuzimanja i u 2011. godini	241
Tabela 4.25. Rezultati analize realnih bruto zarada po zaposlenom pre preuzimanja i u 2011. godini	242
Tabela 5.1. Indeksi i rang korumpiranosti u Srbiji u periodu od 2006. do 2011. godine	312

## ***Uvod***

Današnje poslovno okruženje, koje se odlikuje obiljem poslovnih prilika i opasnosti, nastalo je kao posledica procesa globalizacije i ekonomske liberalizacije. Ovi procesi su u manjem ili većem stepenu zahvatili skoro sve države današnjice, sa izuzetkom nekoliko zemalja koje insistiraju na ekonomskom nacionalizmu i/ili centralno planskom uređenju. Ovi procesi su povezali države u multidimenzionalnu mrežu ekonomskih, političkih, socijalnih i kulturoloških odnosa. Bliska povezanost i međuzavisnost uslovlila je da nacionalne ekonomije u velikom stepenu posluju po principu spojenih sudova.

Proces globalizacije koji se u svom prvobitnom obliku javio još pre oko 150 godina, poslednjih dvadesetak godina se značajno ubrzao i doveo do stvaranja novog poslovnog okruženja. Naime, krajem 80-ih i početkom 90-ih godina prošlog veka veliki broj zemalja je napustio principe centralnoplanskog organizovanja nacionalnih ekonomija i prešao na tržišne modele. Istovremeno, države koje i dalje insistiraju na centralnoplanskom ekonomskom uređenju izvršile su značajne reforme dajući tržištu veću ulogu i liberalizujući međunarodne ekonomske odnose. Ovaj period se odlikuje i krupnim tehnološkim dostignućima, prvenstveno u oblasti telekomunikacija i transporta, što je predstavljalo značajan impuls za unapređenje međunarodnih ekonomskih odnosa.

U radu će se dokazivati teza po kojoj je proces globalizacije kreirao podsticajno okruženje za primenu investicionih strategija ulaska na inostrana tržišta, što je pozitivno uticalo na konkurentski potencijal tranzicionih privreda. Teza će se dokazivati analizom relevantne literature i pokazatelja koji se odnose na dinamiku međunarodne ekonomske razmene, tokove stranih direktnih i portfolio investicija, migracija na globalnom nivou i razvoja u oblasti telekomunikacionih tehnologija. Cilj analize je identifikovati faktore koji su doprineli ekspanziji stranih direktnih investicija na globalnom nivou i uticaj priliva stranih direktnih investicija na tranzicione privrede. Ukazaće se na oblasti u kojima priliv stranih investicija doprinosi pozitivnom razvoju tranzicionog procesa, ali nosi i potencijalne rizike ukoliko se privredni razvoj dominantno bazira na stranim investicijama.

Poseban i veoma značajan oblik priliva stranih investicija predstavljaju preuzimanja lokalnih kompanija. Međunarodna preuzimanja, a naročito u tranzicionim

zemljama, predstavljaju jednu od najsloženijih poslovnih strategija. Hipoteza koja će se u radu testirati je da uspeh međunarodnih preuzimanja u tranzicionim zemljama zavisi od tri sukcesivne međusobno povezane faze: proaktivne analize okruženja i subjekta preuzimanja, i na bazi tih informacija pažljivog planiranja i implementacije postakvizicionih promena. Analiza relevantne literature iz oblasti međunarodnih preuzimanja i pokazatelja o efikasnosti institucija poslužiće kao osnova za definisanje teorijskog modela preuzimanja u tranzicionim zemljama imajući u vidu nedovoljno efikasne institucije, specifičnu poslovnu praksu, makroekonomsku nestabilnost, kulturne norme i sistem vrednosti usvojen tokom socijalističkog perioda.

U Srbiji kao privredi u tranziciji međunarodna preuzimanja čine značajan udeo u stranim ulaganjima, kako po broju projekata, tako i po njihovoj vrednosti. Ne zanemarujući ostale oblike stranih investicija, nameće se pitanje efekata međunarodnih preuzimanja u Srbiji. Naime, inostrani investitori u tranzicionim zemljama predstavljaju agenta promena tako da je njihova uloga mnogo šira od prostog transferisanja kapitala preko nacionalnih granica. Uticaj stranih investitora se ogleda u svim aspektima društva: poslovnim, političkim, socijalnim i kulturološkim. U radu će zasebno biti analizirani konkurentsko-izvozni, finansijski i efekti transferisanja međunarodnih standarda poslovanja.

Novo poslovno okruženje je kompanijama omogućilo pristup najvećem broju tržišta današnjice, ali ih je sa druge strane suočilo sa globalnom konkurencijom. Na ovaj način su pitanje konkurentnosti, tj. mogućnost poslovanja u novom globalnom ambijentu i izvozna osposobljenost kompanija usko povezani. Naime, kompanija koja nije izvožno osposobljena, tj. koja je nekonkurentna na globalnom, neće biti konkurentna ni na nacionalnom nivou. U radu će biti ispitivana hipoteza da je u ograničenom broju slučajeva nakon međunarodnih preuzimanja došlo do unapređenja izvožno konkurentskih performansi. Analiza će obuhvatiti pregled relevantnih teorija iz oblasti konkurentnosti kompanija i nacija, pokazatelja nacionalne konkurentnosti Srbije i izvoznih rezultata međunarodnih preuzimanja u periodu od 2005. do 2011. godine.

Pitanje merenja performansi kompanija ima višestruki značaj u poslovnoj praksi: kod rešavanja agencijskog problema, kreiranja kompenzacionih shema i donošenja strategijskih i operativnih odluka. Za potrebe menadžmenta tradicionalna merila performansi se više ne mogu smatrati adekvatnim, tako da na značaju sve više dobijaju

merila zasnovana na vrednosti, a koja predstavljaju napredak u odnosu na standardne računovodstvene pokazatelje. U ovom delu rada dokazivaće se tvrdnja da su strani investitori unapredili finansijske performanse preuzetih kompanija, uprkos negativnim efektima globalne ekonomske krize. Hipoteza će se dokazivati dinamičkom analizom finansijskih izveštaja preuzetih kompanija, čime će se obezbediti osnova za praćenje efekata preuzimanja tokom vremena, njihovu pravilnu interpretaciju i benčmarking analizu.

Međunarodna preuzimanja podrazumevaju transfer novih znanja, *know – how* i standarda poslovanja. Strani investitori, kao agenti promena, uspostavljaju međunarodne standarde i praksu poslovanja u preuzetim kompanijama. Promene su radikalne, obuhvataju sve oblasti poslovanja, sprovode se u što kraćem roku, a sve u cilju unapređenja poslovanja preuzetih kompanija. Hipoteza da su strani investitori nakon preuzimanja domaćih kompanija na njih transferisali međunarodne modele i standarde poslovanja dokazivaće se u okviru poslednjeg poglavlja rada. Tvrdnja će se dokazivati analizom rezultata ankete sprovedene na uzorku međunarodnih preuzimanja i primenom studije slučaja na dva međunarodna preuzimanja.

Cilj ovog rada je da se detaljno objasni proces međunarodnih preuzimanja, sa posebnim osvrtom na preuzimanja u tranzicionim zemljama, kao i utvrđivanje parcijalnih i integralnih efekata međunarodnih preuzimanja u Srbiji. Na bazi rezultata biće utvrđene preporuke državnim organima u cilju unapređenja investicionog ambijenta i ocenjen dosadašnji model privlačenja stranog kapitala (preuzimanja u postupku privatizacije). Sa druge strane, identifikovani standardi i poslovna praksa u različitim oblastima poslovanja stranih investitora, a koji odbacuju superiorne performanse, predstaviće se kao cilj kom bi trebalo da teže domaće kompanije.

***STRANE DIREKTNE INVESTICIJE KAO  
AKCELERATOR GLOBALIZACIJE I  
TRANZICIJE***

## ***I Strane direktne investicije<sup>1</sup> kao akcelerator globalizacije i tranzicije***

Današnji poslovni ambijent nastao je kao posledica kontinuiranih radikalnih promena u gotovo svim oblastima tokom poslednjih nekoliko decenija. Promene koje su nastale u ovom periodu nastale su usled krupnih socio-političkih dešavanja i tehničko-tehnoloških otkrića koja sve brže i u sve većem stepenu doživljavaju komercijalnu primenu. Usled globalizacije poslovnog ambijenta svet sve više postaje celina sastavljena iz delova koji su povezani u multidimenzionalnu mrežu socijalnih, političkih, kulturnih i ekonomskih odnosa.

Posledica globalizacije poslovnog okruženja je obilje poslovnih prilika, ali i izloženost globalnoj konkurenciji. Pravilnom internacionalizacijom poslovanja, koja više nije stvar izbora već imperativ, kompanije nastoje da balansiraju između novih poslovnih mogućnosti i uvećanog rizika poslovanja. U procesu globalizacije jedna od dominantnih uloga se vezuje za velike MNK koje danas u najvećoj meri kontrolišu svetske ekonomske tokove. Njihov uticaj ne obuhvata samo ekonomsku, već političku, socijalnu i kulturnu dimenziju. U mnogim zemljama, a naročito tranzicionim, MNK svojom snagom i veličinom u značajnoj meri opredeljuju poslovni ambijent, što ne mora *apriori* biti negativno. Liberalizacija međunarodnih ekonomskih odnosa na globalnom nivou značajno je olakšala internacionalizaciju poslovnih aktivnosti, a naročito u obliku SDI. Iako se ovaj vid internacionalizacije odlikuje većim rizikom u odnosu na ostale oblike, njegova marketinška superiornost je neosporna. Usled toga, poslednjih decenija je prisutan dugoročni, mada nepravilan rast SDI. SDI, čiji su nosioci uglavnom MNK, se na ovaj način mogu smatrati akceleratorom procesa globalizacije, a u pojedinim zemljama i procesa tranzicije.

### ***1. Efekti globalizacije i ekonomskih integracija na kreiranje poslovnog ambijenta***

Globalizacija kao multidimenzionalni proces zaokuplja veliku pažnju istraživača iz različitih oblasti. Stavovi istraživača po pitanju nastanka, trajanja i efekata ovog procesa su krajnje oprečni. Mnogi autori su pokušavali da pronađu adekvatnu definiciju ovog procesa

---

<sup>1</sup> U nastavku teksta za strane direktne investicije koristiće se skraćenica SDI



budući da on obuhvata skoro sve aspekte društva. Jedna od definicija koja polazi sa ekonomskog stanovišta ističe da je globalizacija proces kreiranje mreže odnosa između učesnika sa različitih kontinenata koja nastaje kroz kretanje ljudi, ideja i informacija, robe i usluga, i kapitala.<sup>2</sup> Druga definicija koja pretenduje da obuhvati šire aspekte globalizacije potencira da je to proces koji ruši nacionalne granice i doprinosi političkoj, ekonomskoj i kulturnoj integraciji država, kao i razmeni tehnoloških rešenja, čime dovodi do kreiranja kompleksne mreže međuzavisnosti.<sup>3</sup> Na osnovu izloženog možemo sumirati da su na bazi ovog procesa zemlje povezane u multidimenzionalnu mrežu ekonomskih, političkih i socijalnih odnosa, pri čemu pojedine zemlje osećaju pozitivne i negativne efekte kretanja na globalnom nivou.<sup>4</sup>

Kontroverze po pitanju procesa globalizacije tiču se i dileme da li je to proces koji je nastao poslednjih nekoliko decenija ili je u pitanju proces koji se u ciklusima javlja kroz celu ljudsku istoriju. Neka shvatanja polaze od toga da je Rimsko carstvo svojom vojnom silom, ali prvenstveno pravnom sigurnošću, bilo začetak procesa globalizacija. Međutim, Rimsko carstvo se može smatrati samo pretečom modernih procesa koji zaokupljaju interesovanje istraživača. Novija istraživanja uglavnom su vezana za period od druge polovine devetnaestog veka do današnjih dana. Po mnogim autorima ovaj period se može podeliti na tri sekvence: 1. od 1850. do 1914. godine, 2. od 1914. do 1950. godine i 3. od 1950. godine do danas.<sup>5</sup>

Iako na prvi pogled ne izgleda tako period od 1850. do 1914. godine se odlikovao visokim stepenom globalizacije svetske privrede. Liberalni pogled na ekonomsko uređenje država je tada uslovio slobodan protok roba i kapitala, koji u apsolutnim iznosima ne može da se uporedi sa današnjim vrednostima ali je za ondašnje uslove predstavljao impresivne rezultate. Ovaj period se odlikovao značajno višim stopama rasta GDP tada nerazvijenih u odnosu na razvijene zemlje, konvergencijom kamatnih stopa, cena proizvoda i realnih

---

<sup>2</sup> Clark C. William, 2000, *Environmental Globalization*, u Nye S. Joseph i Donahue D. John (editors), *Governance in Globalizing World*, Brooking Institution Press, str. 86

<sup>3</sup> Pippa Norris, 2000, *Global governance and Cosmopolitan Citizens*, u Nye S. Joseph i Donahue D. John (editors), *Governance in Globalizing World*, Brooking Institution Press, str. 155

<sup>4</sup> Milisavljević Momčilo, 2004, *Proces globalizacije svetske privrede*, Institut ekonomskih nauka str. 1, [www.ien.bg.ac.yu/download/sp98-01.pdf](http://www.ien.bg.ac.yu/download/sp98-01.pdf)

<sup>5</sup> Williamson G. Jeffrey, *Globalization, Convergence and History*, Working paper 5259, National Bureau of Economic Research, Cambridge, 1995, str. 1-41

zarada između država.<sup>6</sup> Pored ekonomskih faktora proces integracije pospešila su značajna tehnološka otkrića (u oblasti saobraćaja i komunikacija) i masovne migracije (naročito iz Evrope u SAD). Početak Prvog svetskog rata bio je uvod u deglobalizaciju sveta i masovnu primenu protekcionističkih mera. Protekcionističke mere su se odnosile kako na protok robe i kapitala tako i na kretanje ljudi.

Uvidevši svu pogubnost autarkičnog razvoja, već pri kraju Drugog svetskog rata napravljeni su prvi koraci ka postepenoj liberalizaciji međunarodnih ekonomskih odnosa. U *Bretton Woods-u* 1944. godine, kreirane su dve nadnacionalne finansijske institucije, *IMF* i *IBRD*, koje su za cilj imale da obezbede saradnju u oblasti međunarodnih plaćanja (*IMF*) i da dugoročnim kreditima obezbede obnovu i razvoj privreda članica.<sup>7</sup> Na ovaj način obezbeđena je komplementarnost njihovih funkcija i liberalizacija različitih aspekata međunarodnog kretanja kapitala. Kreiranje nadnacionalne institucije koja će kontrolisati svetsku trgovinu, usled suprotstavljenih interesa, išlo je znatno sporije. Tokom 1947. godine vođeni su pregovori o kreiranju Međunarodne trgovinske organizacije (*ITO*), koja bi trebalo da se bavi liberalizacijom međunarodnih trgovinskih odnosa, ali su SAD odbile da ratifikuju dokument o njenom osnivanju. U okviru rada na osnivanju *ITO* dvadeset i tri zemlje su vodile pregovore o smanjenju carinskih stopa i otklanjanju vancarinskih barijera u trgovini, a iz ovih pregovora je proizašao *Opšti sporazum o carinama i trgovini (GATT)* koji je narednih nekoliko decenija bio osnova za multilateralno regulisanje svetske trgovine. U okviru *GATT-a* je vođeno osam rundi pregovora, pri čemu je poslednja, Urugvajaska runda pregovora, dovela do institucionalizovanja svetske trgovine i stvaranja *Svetske trgovinske organizacije (WTO)*.

Urugvajaska runda pregovora okončana je u aprilu 1994. godine kada je 125 zemalja potpisalo Finalni akt kojim se osniva *WTO*. Novonastala organizacija je na sebe preuzela zadatak da na multilateralnoj osnovi reguliše i liberalizuje trgovinu robom, uslugama i intelektualnim kapitalom. Najvažniji princip na kome počiva *WTO* je *status najpovlašćenije nacije* koji podrazumeva da olakšice u trgovini koje su od strane neke zemlje odobrene

---

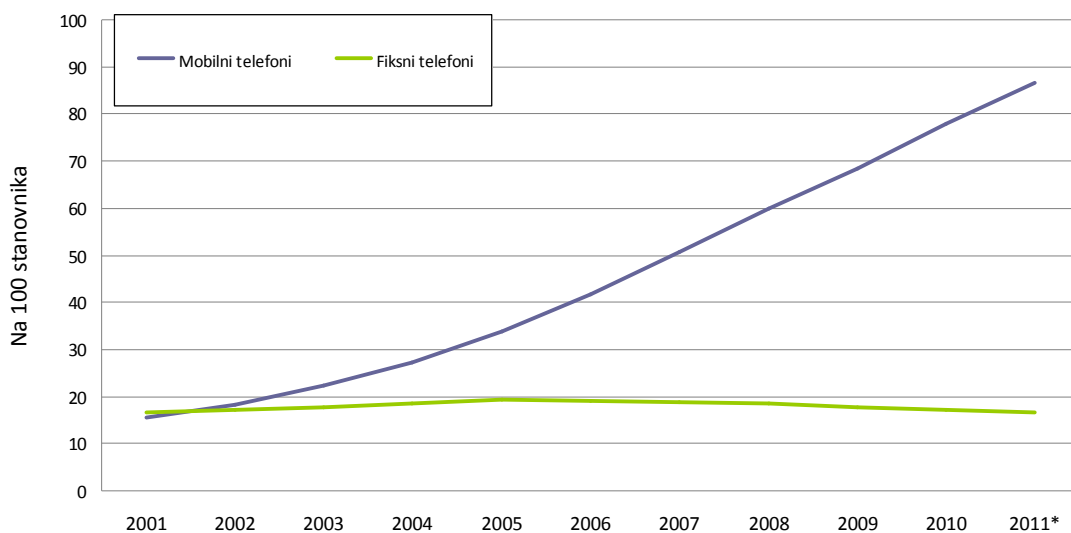
<sup>6</sup> Hirst Paul, Thompson Grahame, 2003, Future of Globalization, u Michie Jonathan (editor), *Handbook of Globalization*, Edward Edger publishing Ltd., str. 18

<sup>7</sup> O razvoju i ulozi ovih organizacija biće više reči u poglavlju koje se bavi kretanjem kapitala na globalnom nivou.

jednoj članici *WTO* automatski moraju da se primenjuju i na ostale članice. Krajem 2011. godine *WTO* je imala 153 zemlje članice, koje su kontrolisale preko 95% svetske trgovine. Tokom 2012. godine i Rusija je stekla status člana čime je procenat svetske trgovine koji se odvija između zemalja članica postao još veći. Imajući ovo u vidu, sasvim je jasno zašto je jedan od prioriteta Srbije pristupanje ovoj organizaciji i koji sve nedostaci proističu iz sadašnjeg stanja.

Pored institucionalnih i političkih promena na globalnom nivou, koje su stvorile pretpostavke za globalizaciju poslovnog ambijenta, značajnu ulogu u ovom procesu ima razvoj tehnologije i ujednačavanje ukusa potrošača širom sveta.<sup>8</sup> Razvoj tehnologije, naročito u oblasti telekomunikacija i transporta, olakšao je kontakte sa inostranstvom i po tom osnovu omogućio upoznavanje sa kulturnim specifičnostima drugih zemalja. Snažan razvoj u oblasti telekomunikacija dobio je na zamahu poslednje dve decenije, tako da se sve više govori o informatičkom društvu. Grafikonom 1.1. prikazan je broj korisnika telefona, fiksnog i mobilnog, kao danas najrasprostranjenijeg sredstva komunikacije.

**Grafikon 1.1. Broj korisnika telefona na globalnom nivou na 100 stanovnika<sup>9</sup>**



**Izvor:** [www.itu.int/ITU-D/ict/statistics/at\\_glance/KeyTelecom99.html](http://www.itu.int/ITU-D/ict/statistics/at_glance/KeyTelecom99.html)

<sup>8</sup> Rakita Branko, 2009, *Međunarodni marketing*, Ekonomski fakultet Beograd, str. 45

<sup>9</sup> Podaci za 2011. godinu su procena stručnjaka Međunarodne telekomunikacione unije (ITU)

Podaci sa grafikona 1.1. ukazuju na dva suprotna procesa kada je u pitanju telekomunikacioni sektor. Uočljiva je decenijska stagnacija u oblasti fiksne telefonije nasuprot ubrzanom razvoju sektora mobilne telefonije. Broj korisnika mobilnih telefona na 100 stanovnika je u ovom periodu doživeo pravu ekspanziju narastavši sa 15.5 na 86.7 na globalnom nivou. Porastu broja korisnika telefona je značajno doprinelo i smanjenje cena usluga, zbog novih tehnoloških rešenja i ostvarivanja ekonomije obima. Usled smanjenja cene usluga broj minuta međunarodnih razgovora se više nego duplirao u periodu od 1997. do 2006. godine, sa 81 milijarde na 183 milijarde.<sup>10</sup>

Pored razvoja mobilne telefonije ovaj period se odlikuje i snažnim razvojem Interneta, koji se može smatrati supstitutom telefonskih usluga, naročito kada je u pitanju fiksna telefonija. Od 90-ih godina prošloga veka Internet doživljava značajniji rast svoje komercijalne primene, a ovaj trend se nastavlja i na početku 21. veka. Naime, u periodu od 1997. do 2011. godine broj korisnika Interneta je na globalnom nivou uvećan sa 117 miliona na preko 2.42 milijarde.<sup>11</sup> Na popularizaciju Interneta naročit uticaj imao je razvoj tzv. široko pojasnog Interneta. Tabelom 1.1. prikazani su podaci o broju korisnika Interneta na 100 stanovnika po pojedinim zemljama i na svetskom nivou u 2008. godini.

**Tabela 1.1 Broj Internet korisnika na 100 stanovnika u 2008. godini**

	Internet		Široko pojasni Internet	
	Broj priključaka na 100 stanovnika	Broj korisnika na 100 stanovnika	Broj priključaka (000)	Broj priključaka na 100 stanovnika
SAD	...	74.00	73'123.4	23.46
Velika Britanija	31.65	76.24	17'276.0	28.21
Srbija	8.64	33.54	451.2	4.59
Rusija	21.49	32.00	9'280.0	6.56
Južna Koreja	32.14	76.50	15'474.9	32.14
Japan	...	75.40	30'107.3	23.65
India	1.09	4.38	5'280.0	0.45
Nemačka	27.47	75.33	20'000.0	24.27
Francuska	30.14	68.21	17'691.0	28.52
Kina	11.31	22.28	83'366.0	6.23
Brazil	5.94	37.52	10'098.0	5.26
<b>Svet</b>	<b>7.54</b>	<b>23.44</b>	<b>411'077</b>	<b>6.08</b>

*Izvor:* [www.itu.int/ITU-D/ict/statistics/at\\_glance/KeyTelecom99.html](http://www.itu.int/ITU-D/ict/statistics/at_glance/KeyTelecom99.html)

<sup>10</sup> [www.itu.int/ITU-D/ict/statistics/at\\_glance/KeyTelecom99.html](http://www.itu.int/ITU-D/ict/statistics/at_glance/KeyTelecom99.html)

<sup>11</sup> Isto

Tabela 1.1. pokazuje da se procenat stanovništva koji koristi Internet u visokorazvijenim zemljama kreće oko 70%, dok BRIC zemlje značajno zaostaju za njima. Uočljivo je da je procenat korisnika Interneta u Srbiji oko 34% , što je vrlo slično Rusiji i Brazilu. Interesantno je da je najveći broj široko pojasnih priključaka po glavi stanovnika u Južnoj Koreji gde je 100% konekcija široko pojasno.

Poslednjih nekoliko godina zabeležen je osetan rast vrednosti transportnih usluga usled redukcije troškova poslovanja i opšteg ekonomskog prosperiteta. U periodu od 2005. do 2010. godine prosečna godišnja stopa rasta vrednosti transporta je iznosila 7%.<sup>12</sup> Smanjenje troškova je posledica novih tehnoloških i organizacionih rešenja; npr. prosečna cena avio prevoza je prepolovljena u poslednjih dvadeset pet godina.<sup>13</sup> Sa druge strane, rast međunarodne ekonomske razmene i turizma pozitivno su se odrazili na povećanje tražnje za transportnim uslugama. Veća dostupnost transportnih usluga i rast standarda su doveli do ubrzanog kretanja ljudi i robe, čime su stvoreni uslovi za upoznavanje novih kultura i stranih proizvoda.

Razvojem novih tehnologija, naročito u oblasti telekomunikacija i transporta, potrošači su stekli mogućnost da se bliže upoznaju sa inostranim proizvodima i kulturnim obrascima, što je za posledicu imalo konvergenciju svetske tražnje. Delovanje MNK, pre svega njihove marketinške aktivnosti, dodatno su homogenizovale tražnju na globalnom nivou. Homogenizacija tražnje kreirala je podsticajno okruženje za primenu globalnih marketing strategija koje se zasnivaju na pretežnoj standardizaciji elemenata marketing miksa. Zbog ovakvih kretanja na aktuelnosti dobijaju reči Teodora Levita izrečene još 1983. godine *“Prolaze dani kada se moralo prilagođavati regionalnim i nacionalnim preferencijama. Prolaze dani kada su se prošlogodišnji ili stariji modeli mogli prodavati u manje razvijenim zemljama. Prolaze dani kada su cene i profitne margine bile više u inostranstvu”*.<sup>14</sup>

Efekti globalizacije se manifestuju u svim društvenim oblastima, ali se kao glavni indikatori globalizacije mogu pratiti kretanja u:<sup>15</sup>

---

<sup>12</sup> WTO, 2011, *World Trade Report*, str. 24

<sup>13</sup> Hamilton Leslie, Webster Philip, 2009, *International Business Environment*, Oxford Press, str. 21

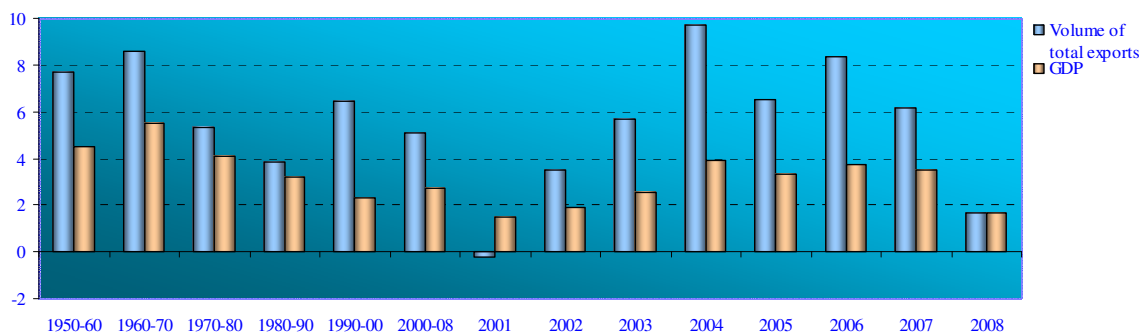
<sup>14</sup> Levit Theodore, *The Globalization of Market*, *Harvard Business Review*, May – June 1983, str. 93-102

<sup>15</sup> Motivi međunarodnog kretanja kapitala i trendovi biće detaljnije razrađeni u nastavku.

- Međunarodnoj trgovini robom i uslugama,
- Međunarodnim migracijama stanovništva, i
- Međunarodnim kretanjima kapitala.

Pitanje svrsishodnosti međunarodne trgovine se još davno postavljalo u ekonomskoj literaturi. Prva teorijska razmatranja motiva i efekata međunarodne trgovine vezuju se za Adama Smita, sa teorijom apsolutnih prednosti, Davida Rikarada, sa teorijom komparativnih prednosti i HOS model. Iako su se od nastanka ova tri modela mnoge okolnosti drastično izmenile, trgovinska razmena intenzivirala do neslućenih razmera za tadašnje pojmove, može se reći da su ovi modeli predstavljali osnovu za buduće teorije i jednim delom objasnili međunarodnu trgovinu. Ne ulazeći u dublja teorijska razmatranja navedenih modela, može se konstatovati da je njihov najveći doprinos u teorijskoj potvrdi pozitivnih efekata uključivanja u svetske trgovinske tokove. Grafikonom 1.2. prikazane su stope rasta robnog izvoza i GDP na svetskom nivou.

**Grafikon 1.2. Stope rasta robne razmen i GDP na globalnom nivou u periodu 1950-2008**



*Izvor:* [www.wto.org/english/res\\_e/statis\\_e/its2009\\_e/its09\\_world\\_trade\\_dev\\_e.htm](http://www.wto.org/english/res_e/statis_e/its2009_e/its09_world_trade_dev_e.htm)

Nakon 1950. godine dolazi do postepene liberalizacije međunarodnih ekonomskih odnosa što je stvorilo uslove za rast svetske trgovine i GDP. Ovaj tzv. period ponovne globalizacije karakteriše se visokim stopama rasta GDP, ali i znatno višim stopama rasta robne razmene na globalnom nivou. Sa grafikona 1.2. se može uočiti da je samo u 2001. godini svetska trgovina zabeležila, iako neznatnu, negativnu stopu rasta koja se objašnjava septembarskim terorističkim napadima i nesigurnošću do koje su oni doveli. Već 2009. godine usled ekonomske krize globalni GDP je zabeležio negativnu stopu rasta od 2.4%, a

globalni izvoz od 12%. Kada je 2010. godine svet izašao iz recesije uz stopu rasta od 3.6%, svetski izvoz je porastao za 14.5%. Ovi podaci pokazuju da je u periodu krize izvoz zabeležio više stope pada od GDP, usled protekcionističkih mera država, dok u periodu oporavka beleži više stope rasta.<sup>16</sup>

Razmena robe i usluga pored pozitivnih efekata na ekonomsko blagostanje (rast GDP) doprinosi i rastu ekonomske međuzavisnosti zemalja koje su uključene u ovaj proces. Tabelom 1.2. prikazani su relevantni podaci za zemlje Trijade i BRIC zemlje u 2010. godini.

*Tabela 1.2 Međunarodna ekonomska razmena BRIC i zemalja Trijade u 2010. godini*

	GDP (milioni USD)	Robna razmena per capita (USD)	Robna razmena/GDP (%)	Učešće u svetskom izvozu robe (%)	Učešće u svetskom uvozu robe (%)	Učešće u svetskom izvozu usluga (%)	Učešće u svetskom uvozu usluga (%)
Kina	5,926,610	2,135	55.20	10.34	9.03	4.54	5.49
Rusija	1,479,820	5,286	51.60	2.63	1.61	1.19	2.06
Brazil	2,087,089	2,189	23.80	1.32	1.24	0.81	1.71
Indija	1,727,110	595	47.70	1.44	2.27	3.29	3.32
SAD	14,586,700	12,959	27.80	8.38	12.74	13.95	10.48
Ujedinjeno Kraljevstvo	2,248,830	22,649	59.30	2.66	3.63	6.58	4.57
Francuska	2,560,000	21,982	53.10	3.43	3.94	3.85	3.75
Nemačka	3,280,530	35,644	85.50	8.25	6.82	6.22	7.49
Japan	5,458,820	12,418	30.90	5.05	4.49	3.71	4.45

*Izvor:* [www.stat.wto.org/CountryProfile](http://www.stat.wto.org/CountryProfile)

Podaci iz tabele 1.2. ukazuju na značaj izvozne opredeljenosti za zemlje Trijade i BRIC kao i čvrstu međuzavisnost koja je između njih uspostavljena po osnovu trgovinske razmene. Podaci ukazuju da Nemačka i Kina, kao dva najveća izvoznika u 2010. godini, sa inostranstvom razmenjuju 85.5% odnosno 55.2% svog GDP-a. Kod svih ostalih zemalja sem SAD, Brazila i Japana taj procenat prelazi ili je blizu 50%. Izvozna orijentacija navedenih zemalja dovela je do toga da su one vrlo osetljive na ekonomske promene koje se dešavaju u drugim državama, a koje su van njihove kontrole. Usled još uvek aktuelne ekonomske krize Kina se krajem 2008. i tokom 2009. godine suočila sa padom inostrane tražnje za svojim proizvodima. Jedna od antirecesionih mera državnih organa bila je i podsticanje još uvek nedovoljno jake domaće tražnje kako bi se nadomestio pad inostrane tražnje.

Uporedo sa liberalizacijom međunarodnih ekonomskih odnosa države su uvidele da je za brži ekonomski razvoj neophodna i liberalizacija kretanja radne snage. Ekonomski bum

<sup>16</sup> WTO, 2011, *World trade report*, str. 22

u Zapadnoj Evropi 50-ih i 60-ih godina prošloga veka uslovio je nedostatak radne snage koji su pojedine države nastojale da reše privlačenjem imigranata iz manje razvijenih zemalja Evrope i iz bivših kolonija. Naftni šokovi početkom 70-ih godina prošloga veka usporili su razvoj ekonomija Zapadne Evrope zbog čega je većina država “zatvorila” svoje granice za imigrante. Situacija se izmenila početkom ovog veka, od kada razvijene zemlje nastoje da nadomeste nedostatak stručne radne snage dozvoljavajući useljenje imigranata sa deficitarnim zanimanjima. Uporedo sa integrisanjem ekonomija zemalja članica EU radilo se i na liberalizaciji kretanja radne snage, tako da ovaj prostor danas predstavlja u pravnom smislu skoro jedinstveno tržište rada. Iako su mnoge administrativne barijere uklonjene, usled kulturoloških i jezičkih razlika kretanje radne snage u okviru EU članica nije na zadovoljavajućem nivou. Liberalizacija kretanja radne snage na svetskom nivou je u posmatranom periodu pre bila skokovitog nego sistemskog karaktera, zbog čega su ostvareni efekti bili niži od potencijalno mogućih. Tabelom 1.3. prikazan je broj imigranata po pojedinim zemljama i njihov udeo u ukupnom stanovništvu.

**Tabela 1.3 Broj imigranata i udeo u ukupnom stanovništvu**

	Kumulativni broj imigranata (Hiljade)				Prosečna godišnja stopa rasta (%)	Udeo u ukupnom stanovništvu (%)	
	1960	1990	2005	2010 <sup>a</sup>		1960	2005
Australija	1,698.1	3,581.4	4,335.8	4,711.5	2.1	16.5	21.3
Kanada	2,766.3	4,497.5	6,304.0	7,202.3	1.8	15.4	19.5
Irska	73.0	228.0	617.6	898.6	4.7	2.6	14.8
Holandija	446.6	1,191.6	1,735.4	1,752.9	3.0	3.9	10.6
Švedska	295.6	777.6	1,112.9	1,306.0	2.9	4.0	12.3
Francuska	3,507.2	5,897.3	6,478.6	6,684.8	1.4	7.7	10.6
Švajcarska	714.2	1,376.4	1,659.7	1,762.8	1.9	13.4	22.3
SAD	10,825.6	23,251.0	39,266.5	42,813.3	2.9	5.8	13.0
Austrija	806.6	793.2	1,156.3	1,310.2	0.8	11.5	14.0
Španija	210.9	829.7	4,607.9	6,377.5	6.9	0.7	10.7
Lihenštajn	4.1	10.9	11.9	12.5	2.4	24.6	34.2
Novi Zeland	333.9	523.2	857.6	962.1	2.1	14.1	20.9
Nemačka	2,002.9	5,936.2	10,597.9	10,758.1	3.7	2.8	12.9
Izrael	1,185.6	1,632.7	2,661.3	2,940.5	1.8	56.1	39.8
Kipar	29.6	43.8	116.2	154.3	3.0	5.2	13.9
Katar	14.4	369.8	712.9	1,305.4	8.7	32.0	80.5

Izvor: UNDP, 2009, *Human Development Report*, str. 143

<sup>a</sup> Projekcija za 2010. godinu na bazi trendova u prethodnom periodu



U 21. veku većina migracija je ekonomski motivisana i odvija se na relaciji zemlje u razvoju - razvijene zemlje. Usled ovakvih kretanja imigranti na nivou OECD predstavljaju oko 12.5% ukupnog stanovništva.<sup>17</sup> Iz tabele 1.3. je lako uočiti da se sve visokorazvijene zemlje odlikuju značajnim procentom imigranata u ukupnom stanovništvu, gde se izdvaja Lihenštajn sa 34%. Specifične slučajeve predstavljaju Katar, gde preko 80% stanovništva čine imigranti, i Izrael. U Izraelu postoji poseban državni program kojim se stimuliše dolazak Jevreja iz dijaspore. Migracije na relaciji zemlje u razvoju – razvijene zemlje su usko povezane sa fenomenom “odliva mozgova”, koji se prvo pojavio u kontekstu odlaska medicinskog i naučnog osoblja iz Velike Britanije u SAD. Razmatran sa više aspekata ovaj kompleksni problem je uglavnom ujedinio istraživače u zaključku da “odliv mozgova” ima negativne posledice po manje razvijene zemlje.<sup>18</sup> Aktuelnost ovoga problema je naglašena sa padom stopa prirodnog priraštaja u razvijenim zemljama i istovremenim rastom tražnje, usled razvoja novih tehnologija, za stručnom radnom snagom. Sa globalnom ekonomskom krizom postepeno dolazi do pomeranja tokova globalnih migracija. Prisutan je trend kretanja stanovništva iz razvijenih delova Evrope, koji su teško pogođeni ekonomskom krizom, ka svojim bivšim kolonijama.<sup>19</sup>

Uporedo sa procesom globalizacije predmet istraživanja bio je i stepen globalizacije pojedinih zemalja, kao i njegov uticaj na ekonomski rast i razvoj. Svi pokušaji merenja stepena globalizacije pojedinih zemalja se zasnivaju na dva pristupa, od kojih jedan insistira samo na ekonomskim pokazateljima, a drugi pored ekonomskih analizira i druge grupe pokazatelja. Autori koji stepen globalizacije po zemljama mere ekonomskim pokazateljima najčešće svoje analize baziraju na udelu spoljnotrgovinske razmene u GDP, a opšti je zaključak da otvorenost privrede ima pozitivan uticaj na ekonomski rast.<sup>20</sup> Smatrajući da je praćenje stepena globalizacije samo na bazi međunarodne trgovinske razmene krajnje pojednostavljeno pojedini autori su analizu proširili na dodatne ekonomske

---

<sup>17</sup> OECD, 2008, *International Migration Outlook*, Paris, str. 5

<sup>18</sup> Skeldon Ron, *Globalization, Skilled Migration and Poverty Alleviation: Brain Drains in Context*, Sussex, Working paper T15, 2005, str. 1-39

<sup>19</sup> Sve veći broj mladih visoko obrazovanih ljudi napušta Portugal i Španiju odlazi u bivše kolonije u Južnoj Americi i Africi koje se ubrzano razvijaju.

<sup>20</sup> Baldwin E. Robert, *Openness and Growth: What is Empirical Relationship?*, NBER Working Paper No. 9578, National Bureau of Economic Research, 2003, str. 1-34

pokazatelj.<sup>21</sup> Konstrukcija indeksa globalizacije na bazi stepena integracije robnih i finansijskih tržišta je pokazala da se stepen globalizacije pojedinih zemalja menja tokom vremena i da je ovo proces koji u različitom stepenu zahvata države.<sup>22</sup> Iako je ugao razmatranja ovog problema značajno proširen, zaključak o pozitivnim efektima globalizacije je ostao isti. Posmatrajući globalizaciju kao multidimenzionalni proces, druga grupa autora je u svoju analizu uključila pored ekonomskih, političke i socijalne aspekte ovog procesa. Uključivanje novih dimenzija u analizu pokazalo je da globalizacija ima pozitivne uticaje na ekonomski rast ali da sama po sebi nije dovoljna da reši pitanje siromaštva. Na bazi ove studije najglobalizovanija država je SAD, dok je zemlja koja je napravila najveće pomake u globalizaciji u periodu od 1975. do 2000. godine Kina.<sup>23</sup>

Liberalizacija međunarodnih ekonomskih odnosa na globalnom nivou praćena je posebnim tipovima aranžmana između pojedinih država, a sve u cilju dublje integracije nacionalnih ekonomija. Ovaj fenomen zabeležen je još u 19. veku, da bi sa Prvim svetskim ratom i protekcionizmom u međuratnom periodu ovi angažmani zamrli. Nakon Drugog svetskog rata ovaj proces je reafirmisan, tako da je u periodu od 50-ih godina do danas nastao veći broj ekonomskih integracija koje se međusobno razlikuju po stepenu povezanosti nacionalnih ekonomija koje ih čine.

Iako u svetu postoji veći broj ekonomskih integracija, najveći deo nije ostvario efekte zbog kojih su stvarane ili su njihovi dometi ostali krajnje ograničeni. Po dubini integracije kao i po ostvarenim efektima izdvajaju se EU (Evropska unija), koja predstavlja ekonomsku uniju, i NAFTA (Severno-Američka zona slobodne trgovine).

Efekti ekonomskih integracija se u ekonomskoj literaturi razmatraju već 60 godina, a počeci analiziranja ovog pitanja vezuju se za *Jacoba Vintera* i njegovo delo *The customs union issue* u kome je razmatrao troškove i koristi od ekonomskih integracija. Opšti zaključak među teoretičarima, potvrđen i u praksi, je da po kreiranju ekonomske integracije

---

<sup>21</sup> Sloboda upotrebe stranih valuta, Sloboda finansijskih tržišta, Sloboda spoljne trgovine, Obim privatnih investicija kao procenat GDP-a, Udeo međunarodne razmene robe i usluga u GDP-u, Priliv SDI kao procenat GDP-a, Zarada od angažovanja svojih faktora u inostranstvu kao procenat od GDP-a, Troškovi od angažovanja stranih faktora kao procenat GNI,

<sup>22</sup> Torben M. Andersen, Tryggvi Thor Herbertsson, *Measuring Globalization*, Discussion paper No.817, Institute for the Study of Labour, 2003, str. 1-19

<sup>23</sup> Dreher Axel, Does Globalization Affect Growth? Evidence from a New Index of Globalization, *Applied Economics*, Vol. 38, Issue 10, 2006, str. 1091 - 1100

dolazi do rasta međusobne razmene između država članica (*trade creation*), pri čemu može doći do pada razmene sa zemljama koje nisu članice ekonomske integracije (*trade diversion*). Gledano sa tog stanovišta neto efekti po spoljnu trgovinu mogu imati pozitivan i negativan predznak. Formiranje ekonomskih integracija, naročito ukoliko se odnosi i na liberalizaciju kretanja faktora proizvodnje, može imati višestruke pozitivne efekte na efikasnost kompanija i privrede. Naime, usled rasta tražnje po osnovu integrisanja parcijalnih tržišta, kompanije ostvaruju ekonomiju obima što dovodi do snižavanja troškova i prodajnih cena. Pored toga, ekonomija obima se može ostvariti i po osnovu uvođenja jedinstvenih standarda, čime su eliminisani troškovi neophodnih prilagođavanja. Liberalizacija kretanja faktora proizvodnje dovodi do pojačane konkurencije između nacionalnih kompanija čime se podiže njihova efikasnost, i do upotrebe faktora proizvodnje na najracionalniji način. Vrlo blisko sa kretanjem faktora proizvodnje je i širenje tehnoloških inovacija između zemalja. Ovaj problem je obrađivan u literaturi, a empirijski rezultati su pokazali da produktivnost privrede ne zavisi samo od kumulativnog ulaganja u *R&D* već i od ulaganja u *R&D* u zemljama sa kojima se trguje.<sup>24</sup> Na ovaj način zemlja članica podiže efikasnost sopstvene privrede koristeći efekte preliivanja tehnoloških unapređenja u ostalim državama članicama. Uticaj ekonomskog povezivanja pojedinih država se dobrim delom odnosi i na kretanje kapitala, a naročito SDI. Ukidanjem barijera između država članica i uspostavljanjem jedinstvenih uslova poslovanja usled harmonizacije ekonomskih politika, ekonomske integracije postaju znatno privlačnije za strane investitore koji dolaze iz trećih zemalja. Kompanije iz trećih zemalja ovakvom strategijom zaobilaze carinske i necarinske barijere i ostvaruju ekonomiju obima formiranjem jedne filijale koja će opsluživati veći broj država u okviru integracije. Pozitivni efekti na zemlju domaćina se ogledaju u značajnijem prilivu SDI, ulaganju u istraživanje i razvoj, a samim tim i u većim stopama rasta GDP.<sup>25</sup> Pozitivni efekti ekonomskog integrisanja su nesumnjivi, ali treba analizirati i potencijalne negativne efekte. Kao glavni argument protiv ekonomskih integracija navode se “asimetrični šokovi” u

---

<sup>24</sup> Badinger Harald, Growth Effects of Economic Integration: Evidence from the EU Member States, *Review of World Economics*, Vol. 141, No. 1, 2005, str. 50-78

<sup>25</sup> Gao Ting, Foreign Direct Investment and Growth under Economic Integration, *Journal of International Economics*, Vol. 67, No 1, 2005, str. 157-174

razvoju država članica. S obzirom na harmonizaciju ekonomskih politika na nivou integracije, nacionalnim ekonomijama je prostor za primenu fiskalnih i monetarnih mera u slučaju krize krajnje sužen.<sup>26</sup> Bez obzira na potencijalne negativne efekte u praksi je prevladao pozitivan odnos prema ekonomskim integracijama, tako da danas Rusija pokušava da integriše zemlje bivšeg SSSR u Evro-Azijsku ekonomsku uniju.

*Nakon krupnih ekonomsko-političkih promena većina zemalja istočne i centralne Evrope izrazila je želju da se priključi tadašnjim evropskim integracijama. Zemlje EU (tada EEZ) nisu bile spremne da automatski prihvate ove zemlje ali su im sugerisale da se prvo međusobno intenzivnije integrišu, pa zatim pristupe EU. Na ovoj osnovi nastala je CEFTA (Centralno – evropska zona slobodne trgovine) koju su u početku činile Češka, Slovačka, Mađarska i Poljska. Zoni slobodne trgovine kasnije su se priključile Slovenija (1996), Rumunija (1997), Bugarska (1999) i Hrvatska (2003). Budući da su sve zemlje članice CEFTA, izuzev Hrvatske, postale punopravne članice EU 2004. godine, sporazum je izgubio na značaju. CEFTA sporazum se pokazao kao važna preteča pristupanju EU tako da je 2006. godine odlučeno da se ovaj sporazum reafirmiše pristupanjem novih članica sa prostora Balkana. Zona slobodne trgovine je formirana u cilju slobodnog protoka robe i usluga, podsticanja SDI i usklađivanja spoljno trgovinske politike, naročito u oblasti konkurencije i državnih subvencija. Zemlje članice su u potpunosti saglasne da poštuju pravila WTO i procedure EU.<sup>27</sup> Na ovaj način CEFTA je postala “predvorje” EU u kome se države kandidati pripremaju za uspešno priključenje najvećoj ekonomskoj integraciji na svetu.*

Uporedo sa procesom globalizacije nameće se pitanje granica i barijera totalne homogenizacije svetskog društva, pri čemu su u literaturi prisutna dva gledišta. Prvo gledište ističe dinamiku i intenzitet globalizacije, smatrajući da je ovaj proces nezaustavljiv, te da će konačni efekat biti homogenizacija svetskog društva. Drugi pristup ne poriče intenzitet i dinamiku globalizacije ali smatra da postoje realne barijere koje sprečavaju totalnu homogenizaciju na globalnom nivou. Barijere se mogu klasifikovati na: državne

---

<sup>26</sup> Veoma je upečatljiv primer Grčke, članice EU, koja se suočava sa dužničkom krizom ali joj je autonomija primene fiskalnih mera ograničena, dok je vođenje monetarne politike prebačeno na Evropsku centralnu Banku.

<sup>27</sup> <http://www.cefta2006.com/>

mere, geografsku distancu i kulturne specifičnosti. Usled insistiranja na državnom i nacionalnom suverenitetu, odnosno zaštiti nacionalnih interesa, vlade država posežu za merama koje za cilj imaju ograničavanje protoka robe, usluga, kapitala i ljudi. Pored proklamovanih principa slobodne trgovine i isticanja njene prednosti u odnosu na protekcionizam, mnoge države, naročito EU i SAD, imaju razvijene sisteme subvencija za kompanije u određenim delatnostima, a često pristupaju njihovoj carinskoj i vancarinskoj zaštiti.<sup>28</sup> Radi dostizanja pune liberalizacije kretanja robe neophodna je sinhronizacija državnih politika u oblasti standardizacije, naročito tehničke. Tipičan primer je EU gde i pored prihvaćenog stava da zemlje članice prihvataju standarde drugih članica sve dotle dok ne ugrožavaju sigurnost stanovništva, postoje razmimoilaženja po pitanju standarda u određenim grupama proizvoda.<sup>29</sup> Iako su napravljeni krupni pomaci u liberalizaciji kretanja kapitala, može se reći da u ovoj oblasti ne postoji totalna liberalizacija, čak i u nekim visokorazvijenim državama. Ograničenja stranog investiranja su prisutna u tzv. strateškim granama kao što su odbrana, telekomunikacije, energetika, prirodni resursi i sl.<sup>30</sup> Geografska distanca, pored smanjenja njenog relativnog značaja usled tehnološkog napretka u oblastima telekomunikacija i transporta, i dalje predstavlja realnu barijeru ekonomskoj integraciji. Naime, obim trgovine između zemalja koje su udaljene jedna od druge 5,000 milja predstavlja svega 20% od međusobne razmene koja bi mogla da se ostvari ukoliko bi zemlje bile udaljene 1,000 milja.<sup>31</sup> Pored geografske, za proces globalizacije je izuzetno bitna i tzv. kulturološka distanca. Pripadnost određenoj kulturi determiniše kako se pojedinci odnose jedni prema drugima, prema kompanijama i prema institucijama. Razlike u jeziku, religiji i socijalnim normama imaju veliki uticaj na proces globalizacije, a pojedini autori smatraju da je ovo aspekt koji je najteže globalizovati.

---

<sup>28</sup> Sistem subvencija se naročito odnosi na poljoprivrednu proizvodnju. U 2008. godini EU je izdvojila 12,6 milijardi EUR, što predstavlja oko 0.1% GDP, za subvencionisanje poljoprivrede i ribarstva. [http://ec.europa.eu/competition/state\\_aid/studies\\_reports/expenditure.html](http://ec.europa.eu/competition/state_aid/studies_reports/expenditure.html)

<sup>29</sup> Ovaj princip ne važi za neke grupe proizvoda (televizori, sijalice i kablovi) jer se standardi razlikuju po zemljama. Tako nije moguće uvesti dvo-žilne kablove u Veliku Britaniju jer su tro-žilni kablovi standard.

<sup>30</sup> EU i SAD ograničavaju udeo stranih investitora u avio kompanijama na 49%, odnosno 24.9%. Rusija je ograničila strano investiranje u prirodne resurse na manje od 50%.

<sup>31</sup> Ghemawat Pankaj, Distance Still Matters: The Hard Reality of Global Expansion, *Harvard Business Review*, Vol. 79, No. 8, 2001, str. 137 - 148

Novo poslovno okruženje nastalo nejednakim intenzitetom integrisanja država u različitim društvenim aspektima omogućilo je MNK obilje novih prilika, istovremeno ih suočavajući sa novim opasnostima. Na menadžmentu kompanija je da adekvatno vrednuje ukazane šanse ali i kvantifikuje potencijalne rizike, od kojih mnogi proističu iz nepotpune globalizacije poslovnog ambijenta. Krajnje pojednostavljen, a u praksi potvrđen kao pogrešan, je pristup koji ceo svet tretira kao homogenu sredinu bez uvažavanja specifičnosti koje se odnose na svaku državu ponaosob.

## ***2. Motivi, oblici i tokovi kretanja kapitala na globalnom nivou***

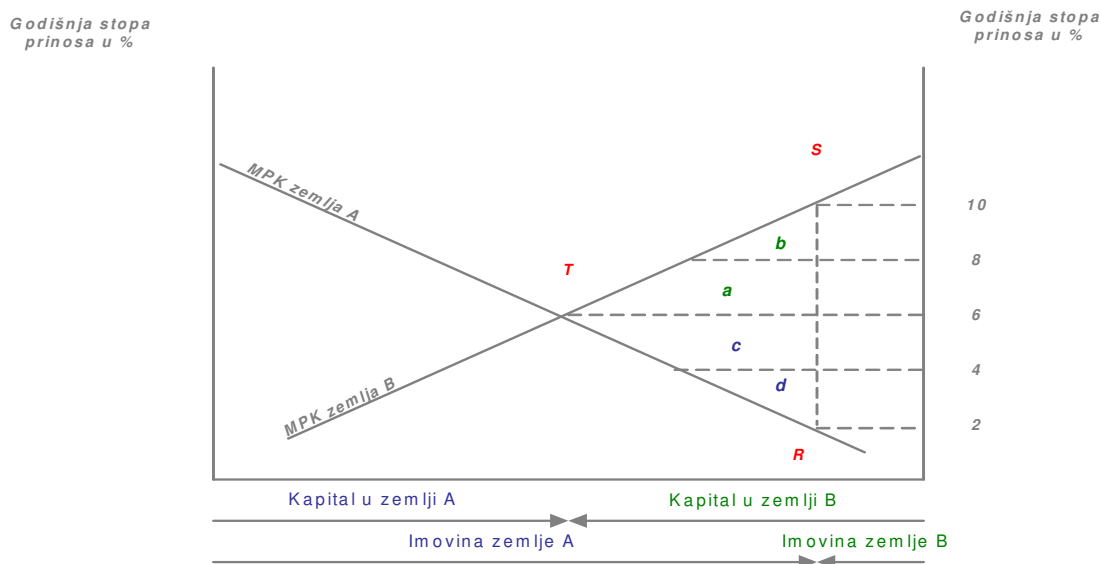
Usko povezano sa pitanjem globalizacije poslovnog ambijenta je i pitanje kretanja kapitala na svetskom nivou. Veza između kretanja kapitala, stvaranja novog poslovnog ambijenta i globalizacije je višeslojna i multidimenzionalna zbog čega je njihov odnos potrebno razmotriti sa više aspekata. U skladu sa kompleksnošću izložene problematike i analiza će biti postupna i višedimenzionalna. Prvo će se pristupiti teorijskom razmatranju motiva kretanja kapitala, finansijskoj globalizaciji i institucijama koje su doprinele njenom nastanku, a potom analizi tokova i strukture pojedinih oblika kretanja kapitala. Na ovaj način biće osvetljeni uzroci i stepen finansijske integracije globalne privrede, kao i posledice na donošenje poslovnih odluka privrednih subjekata.

Kao subjekti u međunarodnom kretanju kapitala, kako na strani ponude tako i na strani tražnje, javljaju se fizička lica, preduzeća, finansijske institucije, državni organi i nadnacionalne institucije. Svaki od aktera u kretanju kapitala ima svoje subjektivne i objektivne motive ali uprošćeni model pokazuje da liberalizacija kretanja kapitala, u slučaju savršenog tržišta, doprinosi rastu blagostanja investitora i korisnika. Pretpostavimo da postoje dve zemlje A i B, od kojih zemlja A ima višak kapitala i manjak opcija za profitabilno investiranje, dok zemlja B ima manjak kapitala i višak opcija za profitabilno investiranje. Grafikonom 1.3. prikazani su efekti u slučaju liberalizacije kretanja kapitala.

U slučaju zatvorene privrede investitori u zemlji A moraju da prihvate niske stope prinosa na kapital, usled obilja kapitala i manjka profitabilnih investicija. Pretpostavimo da je stopa prinosa na godišnjem nivou 2%, a da MPK predstavlja marginalnu stopu prinosa kapitala, koja ima karakter opadajuće krive. U zemlji A nije moguće ulagati kapital u desno

od tačke R. Istovremeno, usled manjka kapitala za profitabilne investicije i pojačane tražnje u zemlji B stopa prinosa na godišnjem nivou iznosi 10%, a MPK ima opadajući karakter. U zemlji B nije moguće ulagati kapital ulevo od tačke S. Površine ispod MPK do tačke R, odnosno do tačke S predstavljaju realni proizvod kapitala u zemlji A i B respektivno.

**Grafikon 1.3. Efekti slobodnog kretanja kapitala**



**Izvor:** Prilagođeno na osnovu Oskar Kovač, 2003, *Međunarodne finansije*, Ekonomski fakultet Beograd, str. 383

U slučaju nepostojanja formalnih prepreka, kretanje kapitala biće u interesu vlasnika kapitala u zemlji A i korisnika kapitala u zemlji B. Povećanje ponude kapitala (iz inostranih izvora) u zemlji B i smanjenje ponude u zemlji A dovešće do uspostavljanja nove ravnoteže u tački T, pri stopi prinosa od 6% u obe zemlje. Povećanje svetskog bogatstva u ovom slučaju iznosi trougao RST, pri čemu će zemlji A pripasti deo *cd*, a zemlji B deo *ab*. Deo *cd* nastao je usled ulaganja kapitala iz zemlje A po stopi od 6% umesto 2%, dok je deo *ab* nastao usled ulaganja kapitala u zemlju B udesno od tačke S. Prikazani model, iako opšteg karaktera, može se primeniti na skoro sve oblike kretanja kapitala, pri čemu se moraju imati u vidu specifičnosti svakog od njih.

Nakon što su bliže osvetljeni motivi, nameće se pitanje mehanizama i institucija koje omogućavaju i pospešuju kretanje kapitala u globalnim razmerama. Za kretanje kapitala u

globalnim razmerama vrlo je bitno postojanje suficitarnih i deficitarnih sektora<sup>32</sup> koji imaju potrebu da stupanjem u poslovne odnose ostvare što viši nivo prinosa za dati rizik, odnosno da obezbede sredstva po najpovoljnijim uslovima. Povezivanjem ponude i tražnje za kapitalom nastaju finansijska tržišta koja bi se mogla definisati na sledeći način: “finansijska tržišta su medijum putem koga preduzeća i države pribavljaju dodatna sredstva za investicione projekte i javne potrebe, ali i mogućnost za investitore da ulažu svoja sredstva kako bi obezbedili njihovo realno uvećanje”.<sup>33</sup> Finansijska tržišta su usled potreba aktera polako izlazila iz domaćih okvira i postepeno postajala međunarodna, a neka od njih su dobila i globalni karakter. Proces internacionalizacije finansijskih tržišta je značajno pospešila deregulacija tokom 80-ih godina prošlog veka, koja je trajala sve do kolapsa *Lehman Brothers*a, razvoj tehnologije, naročito telekomunikacione, i stabilizacija ekonomskih prilika u najznačajnijim zemljama. Usled ovih trendova finansijska tržišta su u posmatranom periodu zabeležila nepravilan ali konstantan rast. Naime, u periodu od 2000. do 2011. godine rast kapitalizacije finansijskih tržišta iznosio je 33%, pri čemu je došlo do značajne promene strukture. U 2000. godini američka tržišta su činila 53% svetske kapitalizacije, da bi u 2011. godini taj udeo opao na 42%; evropska tržišta su 2000. činila 31%, koliko i 2011.; azijsko – pacifička su u 2000. činila 16% dok je u 2011. njihov udeo porastao na 27%.<sup>34</sup> Tendencije u promeni strukture kapitalizacije finansijskih tržišta postaju još izraženije ako analiziramo kapitalizaciju deset najvećih svetskih finansijskih tržišta u datom periodu.

---

<sup>32</sup> Na strani suficitarnog i deficitarnog sektora mogu se pojaviti isti subjekti: domaćinstva, preduzeća, države i inostrani subjekti.

<sup>33</sup> Šoškić Dejan, Živković Boško, 2007, *Finansijska tržišta i institucije*, Ekonomski fakultet Beograd, str. 5

<sup>34</sup> [www.world-exchanges.org/statistics](http://www.world-exchanges.org/statistics)



**Tabela 1.4. Kapitalizacija svetskih finansijskih tržišta na kraju 2011. i 2001. godine (milijarde USD)**

	Berza	Kraj 2011	Berza	Kraj 2001
1	NYSE Euronext (US)	11,796	NYSE Euronext (US)	11,027
2	NASDAQ OMX (US)	3,845	NASDAQ OMX (US)	2,740
3	Tokyo Stock Exchange Group	3,325	Tokyo Stock Exchange Group	2,265
4	London Stock Exchange	3,266	London Stock Exchange	2,165
5	NYSE Euronext (Europe)	2,447	NYSE Euronext (Europe)	1,844
6	Shanghai Stock Exchange	2,357	Deutsche Borse	1,072
7	Hong Kong Exchanges	2,258	TMX Group	612
8	TMX Group	1,912	Borsa Italiana	527
9	BM&FBOVESPA	1,229	Swiss Exchange	527
10	Australian Securities Exchange	1,198	Hong Kong Exchanges	506

Izvor: [www.world-exchanges.org/statistics](http://www.world-exchanges.org/statistics)

Najinteresantniji su podaci koji se tiču kapitalizacije berzi iz takozvane grupe zemalja *BRIC*. Iz ove grupe u 2001. godini na listi 10 prvorangiranih berzi nalazila se *Hong Kong Exchanges*, dok se svega 10 godina kasnije na istoj listi nalaze 3 berze.<sup>35</sup> Zbirna kapitalizacija ove tri berze prevazilazi zbirnu kapitalizaciju rangiranih evropskih berzi (*London Stock Exchange* i *Euronext*) što dodatno potvrđuje stav da su promene poslovnog okruženja krupne i da na značaju sve više pored zemalja Trijade dobijaju i *BRIC* zemlje.

Period nakon Drugog svetskog rata, tzv. reglobalizacija, je karakterističan i po tome što u ovom periodu na tokove kapitala veliki uticaj imaju nadnacionalne institucije, od kojih se po svome značaju izdvajaju *IMF* i *IBRD*. Tokom vremena ove dve institucije su evoluirale šireći spektar svojih aktivnosti i prilagođavajući se kretanjima u svetskoj ekonomiji.

Uloga i značaj *IMF* kroz vreme mogu se pratiti po određenim etapama u skladu sa razvojem svetske ekonomije. Prva etapa je obuhvatala atktivnosti *IMF* u periodu hladnog rata i bipolarnog sveta. U ovom periodu osnovne proklamovane aktivnosti bile su međunarodna monetarna saradnja, pospešivanje rasta svetske trgovine, promovisanje stabilnosti deviznih kurseva, *IMF* je bio jedan od osnovnih stubova tokom funkcionisanja “zlatno–dolarskog” sistema, i kreditiranje zemalja članica sa platno bilansnim problemima.<sup>36</sup> Proklamovane aktivnosti su ostale univerzalne sve do današnjeg dana, a

<sup>35</sup> *Shanghai Stock Exchange* i *Hong Kong Exchanges* iz Kine i *BM&FBOVESPA* iz Brazila

<sup>36</sup> [www.imf.org/external/about/whatwedo.htm](http://www.imf.org/external/about/whatwedo.htm)

postojećim su dodavane nove. Jedan od najbitnijih momenata u funkcionisanju *IMF* nastao je nakon pada Berlinskog zida i raspada komunističkih režima u istočnoj Evropi. Nastale promene su se odrazile na rast broja članica, sa 152 na 172, dodatno angažovanje stručnih kadrova, promenu organizacione strukture i povećanje vrednosti osnovnog kapitala. *IMF* je na sebe osim uloge da finansira restrukturiranje privreda tranzicionih zemalja preuzeo i ulogu generalnog savetnika. Globalna ekonomska kriza nastala 2007. godine dodelila je novu ulogu *IMF*. U skladu sa novonastalom situacijom *IMF* je olakšao odobravanje tranši, naročito za zemlje koje se suočavaju sa trenutnim finansijskim problemima, pojačao nadgledanje globalne, regionalnih i nacionalnih ekonomija, te podstakao saradnju između zemalja članica u oblasti finansijske regulative. U cilju obavljanja ovih funkcija *IMF* je od početka globalne krize 2007. godine zaključno sa aprilom 2012. godine odobrio članicama preko 300 milijardi USD kredita.<sup>37</sup> Ovaj iznos ne treba gledati kao konačni budući da je bord direktora *IMF* u martu 2012. odlučio da Grčkoj odobri dodatna kreditna sredstva u iznosu od 28 milijardi EUR, što je sa prethodnim paketom pomoći od 24 milijarde EUR najveći paket pomoći u kome je učestvovao *IMF*.<sup>38</sup> *IMF* značajnim uključivanjem u paket pomoći jednoj članici EU, što je do skora bilo nezamislivo, širi opseg aktivnosti pokazujući svoj globalni karakter. Po rečima direktora *IMF*, u periodu svetske ekonomske krize “multilateralizam i kooperativnost moraju prevagnuti, jer se do uspeha može doći samo ako se sve zemlje udruže”<sup>39</sup>, a posebnu ulogu u ovim procesima ima *IMF*.

Danas *IMF* predstavlja u pravom smislu globalnu nadnacionalnu organizaciju koju čini 187 zemalja, sa ukupnim kapitalom od 430 milijardi USD.<sup>40</sup> Na bazi udela u kapitalu, preko 50%, dominantnu ulogu u funkcionisanju *IMF* -a imaju SAD, Japan i zemlje EU . Uviđajući promenu ekonomskog odnosa snaga *IMF* je krajem 2009. godine uputio zahtev članicama grupe G-20 da se izvrše promene u strukturi kapitala, najmanje od 5 procentnih poena, u korist takozvanih brzorastućih ekonomija.

---

<sup>37</sup> <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2012/NEW042012A.htm>

<sup>38</sup> <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2012/pr1285.htm>

<sup>39</sup> [www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2009/NEW042409A.htm](http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2009/NEW042409A.htm)

<sup>40</sup> Zemlje članice su u obavezi da uplate svega 25% kvote u «specijalnim pravima vučenja» ili konvertibilnoj valuti.

Za razliku od MMF koji predstavlja jedinstvenu instituciju, grupa Svetske banke predstavlja jednu pravu korporaciju sa zavisnim pravnim licima. Grupu Svetske banke čine *IBRD* (Međunarodna banka za obnovu i razvoj), *IDA* (Međunarodno udruženje za razvoj), *IFC* (Međunarodna finansijska organizacija), *MIGA* (Multilateralna agencija za garantovanje investicija) i *ICSID* (Međunarodni centar za prevazilaženje investicionih sporova), a prve dve navedene institucije su poznate pod nazivom Svetska banka. Po osnivanju, *IBRD* je imala zadatak da pomogne obnavljanje područja koja su postradala tokom Drugog svetskog rata, da bi vremenom ova uloga evoluirala. Danas Svetska Banka kao svoj cilj ističe obezbeđivanje donacija ili nisko kamatnih zajmova za zemlje koje nemaju ili imaju otežani pristup finansijskim tržištima.<sup>41</sup> Sa druge strane *IFC*, *MIGA* i *ICSID* kao svoj prioritet ističu stvaranje uslova za lakši i intenzivniji priliv inostranog kapitala, prvenstveno privatnog, u zemlje članice. Svoju ulogu ostvaruju podstičući saradnju između privatnih kompanija i zainteresovanih investitora, davanjem garancija za inostrane investicije od nekomercijalnih rizika i posredovanjem u sporovima nastalim prilikom investiranja u inostranstvu.

Kreditna sredstva Svetske banke su prvenstveno projektno orjentisana i namenjena za projekte za koje nije zainteresovan privatni kapital usled velikog rizika i niskog profita, zbog čega ona nije konkurent privatnom kapitalu već podstiče njegov priliv u manje razvijene zemlje. Krediti se odobravaju za projekte koji su finansijski, socijalno i ekološki prihvatljivi, dok se donacije odobravaju kao pomoć visoko zaduženim zemljama za unapređenje vodosnabdevanja, kao podrška globalnoj vakcinaciji, borbi protiv HIV, razvoju civilnog društva i zelenih tehnologija. Radi ostvarivanja ovih ciljeva *IBRD* je u 2009. godini odobrio kredite u vrednosti od skoro 27 milijardi USD, dok je *IDA* u istoj godini odobrila sredstva u vrednosti većoj od 16.3 milijardi USD, što predstavlja povećanje od 28% u odnosu na prethodnu godinu.<sup>42</sup> Pored finansiranja Banka je svoju ulogu proširila i na pružanje konsultantskih usluga zemljama članicama, a sve u cilju socijalnog i ekonomskog unapređenja položaja stanovništva. U cilju pomoći stanovništvu ali i državnim organima zemalja članica, a kako bi se ostvarili efekti preliivanja znanja, Banka je odlučila

---

<sup>41</sup> [www.web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTABOUTUS/](http://www.web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTABOUTUS/)

<sup>42</sup> World Bank, 2011, *Annual Report*, str. 3

da svoje statističke baze, od kojih neke predstavljaju vremenske serije i po 50 godina dugačke, učini dostupne korisnicima bez ikakve nadoknade.<sup>43</sup> Veruje se da će ovaj potez imati pozitivne implikacije na razvoj naučnog kadra u manje razvijenim zemljama.

Svojim aktivnostima IBRD predstavlja globalnu instituciju sa 186 zemalja članica. U aprilu 2010. godine zemlje članice su donele odluku da dokapitalizuju IBRD za preko 86 milijardi USD, a u cilju podsticanja aktivnosti u kriznom periodu i promene vlasničke strukture koja bi trebalo da odsluka novu realnost multipolarnog sveta nastalog nakon svetske ekonomske krize. Ovom odlukom se veći značaj daje tranzicionim i zemljama u razvoju koje su svoja glasačka prava uvećale za 3.13 procentnih poena, dostigavši 47.19% glasačkih prava. Ovo povećanje se najvećim delom odnosi na Kinu koja je uspela da svoje prethodno učešće od 2.78% uveća na 4.42%. Članstvo u IBRD je uslovljeno članstvom u MMF, a ove dve organizacije blisko sarađuju naročito na projektima restrukturiranja nacionalnih ekonomija i rešavanja pitanja prezaduženosti.

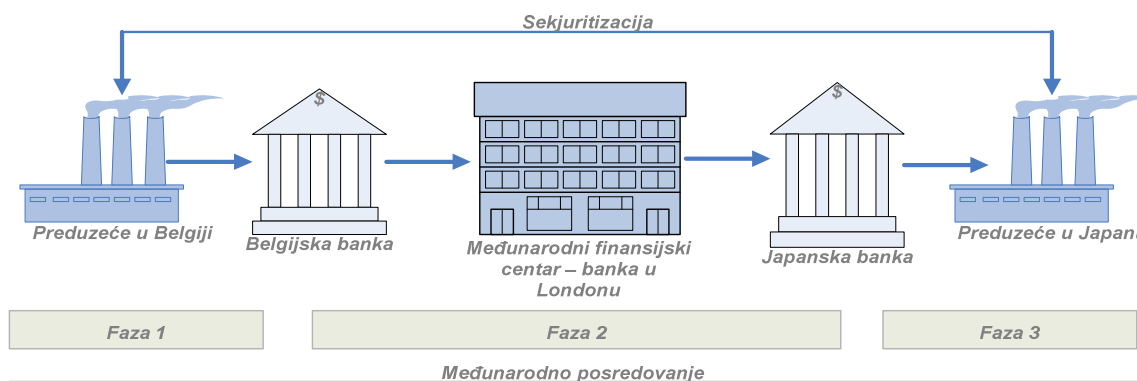
Istaknuto je da su razvoj finansijskih tržišta, kao i faktori koji su doveli do njega, uz sadejstvo nadnacionalnih finansijskih institucija omogućili da kretanje međunarodnog kapitala dostigne neslućene razmere. Kapital se u međunarodnim razmerama može kretati u sledećim oblicima: 1. kretanje zajmovnog kapitala 2. SDI 3. portfolio investiranje. Značaj pojedinih oblika kretanja kapitala se menjao tokom vremena, pri čemu je struktura priliva stranog kapitala specifična za svaku zemlju ponaosob.

Rastu kretanja zajmovnog kapitala doprineli su privredni razvoj na globalnom nivou, finansijske inovacije i napredak u oblasti telekomunikacija. Kretanje zajmovnog kapitala na međunarodnom nivou može se odvijati na dva načina kroz proces "sekjuritizacije" i međunarodnog posredovanja. Uprošćeni modeli "sekjuritizacije" i međunarodnog posredovanja prikazani su grafikonom 1.4.

---

<sup>43</sup>[www.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/NEWS/](http://www.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/NEWS/)

Grafikon 1.4. Međunarodna sekjuritizacija i posredovanje



*Izvor:* Saunders Anthony, The Eurocurrency Interbank Market: Potential for International Crises, *Business Review*, January/February 1988, str. 17 - 27

U procesu „sekjuritizacije“ kapitalom suficitarno preduzeće direktno plasira novac kapitalom deficitarnom preduzeću iz inostranstva, koje emituje dužničke hartije od vrednosti, dok kod međunarodnog posredovanja kapital do inostranog preduzeća stiže u nekoliko koraka preko posrednika. Kao preduslov za međunarodnu “sekjuritizaciju” neophodna je razvijenost finansijskih tržišta. Iz ovog razloga kretanje zajmovnog kapitala u vidu bankarskih kredita bilo je dominantno u periodu od Drugog svetskog rata do sredine 80-ih godina prošloga veka, nakon čega nivo zajmovnog kapitala u obliku kredita stagnira dok “sekjuritizacija” doživljava pravu ekspanziju.<sup>44</sup> Kretanje zajmovnog kapitala u vidu kredita je naročito bitno za zemlje u razvoju kod kojih finansijska tržišta još uvek nisu razvijena u pravoj meri. Ulogu banaka u prilivu zajmovnog kapitala kod zemalja u razvoju treba pratiti u kontekstu aktuelne ekonomske krize. Naime, usled pooštrene državne regulative i pojačane opreznosti banaka, neto prilivi po osnovu kredita su u 2010. godini iznosili oko 495 milijardi USD, što je značajan rast u odnosu na 2009. godinu kada su iznosili 166 milijardi USD, a ipak manje od istorijskog maksimuma iz 2007. godine.<sup>45</sup> Sa druge strane kapitalizacija tržišta obveznica doživela je pravu ekspanziju u istom periodu.

<sup>44</sup> Oskar Kovač, 2003, *Međunarodne finansije*, Ekonomski fakultet Beograd, str. 383

<sup>45</sup> World Bank, 2012, *Global development finance*, str. 3

**Tabela 1.5. Kapitalizacija tržišta obveznica u milijardama USD**

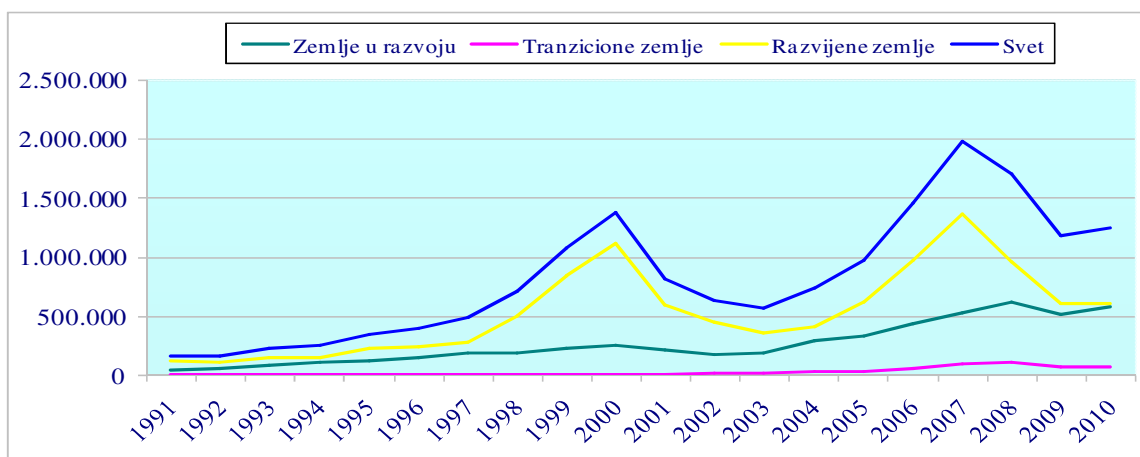
	Q4 2009	Q4 2010	Q2 2011	Q3 2011
Međunarodne obveznice	26.996	27.688	29.640	29.776
Domaće obveznice	63.331	66.876	68.344	n/a
<b>Ukupno</b>	<b>90.327</b>	<b>94.564</b>	<b>97.984</b>	

Izvor: Bank for International Settlement, 2012, *BIS Quarterly Review*

Sve intenzivniji proces „sekjuritizacije“, ne sme se tumačiti kao umanjeње uloge bankarskog sektora. Naime, u bankarskom sektoru došlo je do intenzivnog procesa internacionalizacije i koncentracije, uz istovremeno širenje spektra finansijskih usluga koje se nude klijentima. Ovi procesi predstavljaju reakciju banaka na izmenjene uslove poslovanja i sve intenzivniju konkurenciju nebankarskog finansijskog sektora.

Kapital se pored zajmovnog može kretati u formi SDI i portfolio investicija. Prilivi SDI u pojedine zemlje variraju u zavisnosti od promene poslovne klime, a strani investitori su naročito osetljivi na radikalne i teško predvidive promene. Faktori koji u značajnoj meri doprinose prilivu stranih investicija su: liberalizacija odnosa prema stranom kapitalu, masovna privatizacija (naročito u tranzicionim zemljama), visoke stope rasta GDP, povoljni poreski tretman, stabilnost lokalne valute i državne subvencije.<sup>46</sup> Grafikonom 1.5. su prikazani tokovi stranih direktnih investicija u periodu od 1991. godine do 2010. godine.

**Grafikon 1.5. Tokovi i struktura stranih direktnih investicija u milionima USD**



Izvor: [www.unctad.org/Templates/Page.asp?intItemID=1888&lang=1](http://www.unctad.org/Templates/Page.asp?intItemID=1888&lang=1)

<sup>46</sup> Madura Jeff, Roland Fox, 2007, *International Financial Management*, Thomson Learning, str. 59

Na osnovu podataka sa grafikona 1.5. se može primetiti da su strane direktne investicije u periodu od poslednje dve decenije doživele neverovatan rast, koji nije bio pravilnog oblika. Naime, SDI su narasle sa 156 milijardi USD u 1991. godini na skoro 2,000 milijardi USD u 2007. godini, što predstavlja istorijski maksimum. Može se uočiti da su dve značajne godine za dinamiku stranih investicija bile 2001. i 2008. godina. Naime, 2001. godine dolazi do značajnog pada SDI usled sloma tzv. “dot.com kompanija” i terorističkih napada u SAD, dok je pad stranih direktnih investicija u 2008. godini posledica sloma hipotekarnog tržišta u SAD i kasnijeg preliivanja finansijske krize na globalni nivo. “Topljenje” korporativnih profita i “pucanje balona” na finansijskim tržištima značajno su umanjili vrednost međunarodnih preuzimanja, što se zbog značaja koji imaju, drastično odrazilo na priliv SDI u razvijene zemlje. U periodu od poslednje dve decenije došlo je do značajne promene strukture priliva SDI budući da tranzicione privrede i zemlje u razvoju postaju sve značajnija destinacija za strane investitore. Priliv investicija u ove države je imao postepen ali konstantan rast usled čega one na kraju 2010. godine prvi put čine više od 50% globalnih SDI.<sup>47</sup> Globalna ekonomska kriza imala je negativne efekte na kretanja SDI po dva osnova: 1. rast cene kapitala 2. niske stope rasta i povećana neizvesnost na tržištima. Negativni efekti po oba osnova su se naročito odrazili na međunarodna preuzimanja, na čiji je pad pored navedenih faktora uticalo i „topljenje“ vrednosti akcija.

**Tabela 1.6. Vrednost međunarodnih preuzimanja u milionima USD <sup>a</sup>**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Razvijene zemlje	211.062	402.537	538.415	903.430	551.847	203.530	251.705	189.614
Zemlje u razvoju	24.539	63.301	89.028	96.998	100.862	39.077	82.813	25.473
Tranzicione zemlje	5.379	-5.261	8.497	30.671	20.505	7.125	4.321	9.076
<b>Ukupno</b>	<b>240.980</b>	<b>460.576</b>	<b>635.940</b>	<b>1.031.100</b>	<b>673.214</b>	<b>249.732</b>	<b>338.839</b>	<b>224.163</b>

<sup>a</sup> Podaci se odnose samo na prvu polovinu 2011. godine

**Izvor:** UNCTAD, cross-border M&A database

Nakon dostizanja najviše istorijske vrednosti međunarodna preuzimanja su u 2008. godini zabeležila pad od 35%. Ovakva tendencija nastavila se i tokom 2009. godine kada su

---

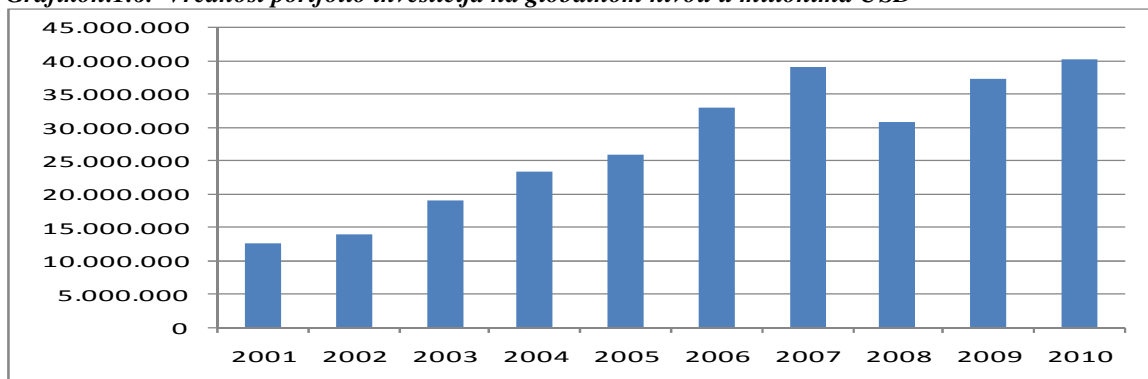
<sup>47</sup> UNCTAD, 2011, *World Investment Report*, str. 3

međunarodna preuzimanja činila svega 25% vrednosti istorijskog maksimuma iz 2007. godine.

Portfolio investicije se u teoriji definišu kao “ ulaganja u dugovne hartije od vrednosti i vlasničke hartije od vrednosti do nivoa koji ne daje mogućnost upravljačke funkcije”.<sup>48</sup> Za razvoj portfolio investicija neophodna pretpostavka je postojanje razvijenog, kako po širini tako i po dubini, i efikasnog finansijskog tržišta. Portfolio investicije se po svojoj suštini nalaze između nižeg rizika i nižeg prinosa na kreditne plasmane i višeg rizika i višeg prinosa kod SDI. Uloga države u privlačenju portfolio investicija ogleda se u poreskom tretmanu prihoda po osnovu dividende, kapitalnog dobitka i kamate, visini kamatnih stopa i stabilnosti deviznog kursa.<sup>49</sup>

Međunarodno portfolio investiranje ima višedecenijsku tradiciju u Evropi, dok u SAD međunarodno portfolio investiranje dobija na značaju sa rastom i razvojem finansijskih tržišta u Evropi i Aziji. Sa razvojem finansijskih tržišta van SAD i liberalizacijom investiranja inostranog kapitala u domaće hartije od vrednosti, portfolio investicije doživljavaju ekspanziju. Grafikonom 1.6. prikazano je kretanje portfolio investicija na globalnom nivou u periodu od 2001. do 2010. godine.

**Grafikon.1.6. Vrednost portfolio investicija na globalnom nivou u milionima USD**



Izvor: IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey Data – Global trends*, <http://cpis.imf.org/>

Podaci sa grafikona 1.6. pokazuju da vrednost portfolio investicija na globalnom nivou višestruko prevazilazi vrednost SDI u istom periodu. Portfolio investicije su imale progresivan rast u periodu od 2001. do 2007. godine da bi u narednoj godini zabeležile

<sup>48</sup> Oskar Kovač, 2003, *Međunarodne finansije*, Ekonomski fakultet Beograd, str. 385

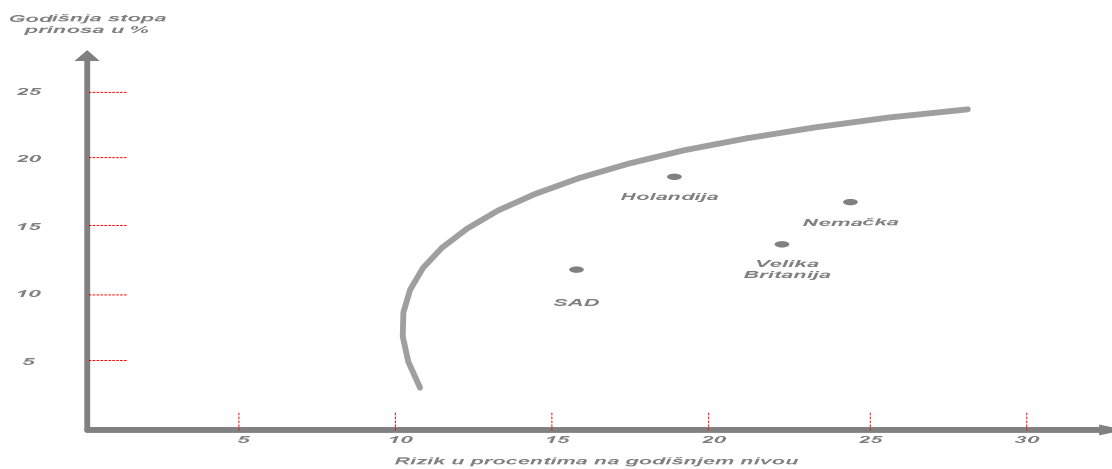
<sup>49</sup> Madura Jeff, Roland Fox, 2007, *International Financial Management*, Thomson Learning, str. 59



osetan pad usled ekonomske krize koja je eskalirala stečajem *Lehman Brothers* u septembru 2008. godine.

Postavlja se pitanje da li međunarodno portfolio investiranje ima svoje opravdanje. Osnovni argument koji govori u prilog međunarodnog portfolio investiranja je da ono omogućava redukovanje rizika portfolia i uvećanje očekivanog prinosa. Ovaj stav se može ilustrovati grafikonom koji se često navodi u literaturi iz oblasti portfolio investiranja.

**Grafikon 1.7. Optimalna kriva ulaganja u akcije za period 1980-1990.**



**Izvor:** Solnik Bruno, Odier Patrick, Lessons for International Asset Allocation, *Financial Analysts Journal*, Vol. 49, N0.2, 1993, str. 63 – 77

Grafikon 1.7. prikazuje različite kombinacije rizika i prinosa za globalni nivo, kao i za investitora iz SAD. Američko tržište akcija u posmatranom periodu se odlikuje rizikom od 16.2% i prosečnim godišnjim prinosom od 13.3%. Za investitore se najbolji portfolio po odnosu rizika i prinosa nalazi na krivi efikasnosti koja odslikava globalni nivo. Ukoliko investitor koji ima portfolio akcija SAD odluči da izvrši međunarodnu diversifikaciju, može uz isti rizik da uveća očekivani prinos na približno 19%.

Ukoliko između nacionalnih finansijskih tržišta postoji nizak stepen korelacije, mogućnosti diversifikacije rizika i povećanja prinosa na portfolio se uvećavaju. Na stepen korelacije nacionalnih finansijskih tržišta utiču stepen nezavisnosti nacionalnih privreda i državnih politika, tehnološka opremljenost domaćih preduzeća, sociološki i kulturološki faktori.<sup>50</sup> Usled procesa globalizacije i sve veće ekonomske integracije nacionalnih privreda

<sup>50</sup> Solnik Bruno, McLeavey Dennis, 2009, *Global Investments*, Pearson International Edition, str. 395

stepen korelacije pojedinih finansijskih tržišta je u poslednjih nekoliko decenija značajno porastao.

*Tabela 1.7. Korelacija mesečnih prinosa sa finansijskim tržištem SAD*

	1977-2006	1977-86	1987-96	1997-06
Australija	0.47	0.34	0.50	0.62
Kanada	0.72	0.66	0.75	0.77
Francuska	0.51	0.37	0.53	0.72
Nemačka	0.48	0.24	0.41	0.74
Italija	0.32	0.23	0.22	0.56
Japan	0.29	0.16	0.26	0.46
Švajcarska	0.49	0.38	0.52	0.60

*Izvor:* Morgan Stanly Capital International, [www.mccibarra.com](http://www.mccibarra.com)

Povećani stepen korelacije nacionalnih finansijskih tržišta je jedan od argumenata koji se navodi prilikom osporavanja svrhe međunarodnog portfolio investiranja. Zastupnici ovakvog stava navode da vreme globalne ekonomije, kada je protok kapitala značajno liberalizovan i kada su smanjeni transakcioni troškovi, zahteva diversifikaciju portfolia po industrijama, koje su globalnog karaktera, a ne po zemljama. Iako se ovakva kretanja na globalnom nivou ne mogu osporavati, diversifikacija portfolia po pojedinim zemljama ima i dalje svoj smisao. *Toyota* i *Ford* posluju u okviru iste globalne grane, međutim, ekonomska kretanja u SAD i Japanu neće se u istoj meri odraziti na vrednost njihovih akcija.

Pored koristi od međunarodnog portfolio investiranja treba biti svestan i rizika koje ono sa sobom nosi, a koji nisu svojstveni domaćem portfolio investiranju. Najčešći rizici sa kojima se suočavaju američki investitori u inostranstvu su: devizni rizici, dramatične promene na tržištima, politički i socijalni rizici, nedostatak likvidnosti i različita pravna regulativa.<sup>51</sup> Navedenim rizicima se može u velikoj meri upravljati pravilnim strukturiranjem portfolia.

*Počeci današnje svetske ekonomske krize vezuju se za kolaps na tržištu nekretnina u SAD, koji se kasnije prelio na ceo svet. Uzrok kolapsa hipotekarnog tržišta vezuje se za niske kamatne stope u SAD početkom 21. veka i značajan priliv stranog kapitala iz Azijskih zemalja u razvoju i izvoznica nafte. Značajan priliv stranog kapitala relaksirao je kreditne*

---

<sup>51</sup> [www.sec.gov/pdf/ininvest.pdf](http://www.sec.gov/pdf/ininvest.pdf)

*uslove i doveo do rasta tražnje finansirane iz pozajmljenih izvora, što se posledično odrazilo na rast cena nekretnina. Preko 80% odobrenih kredita za kupovinu nekretnina je u tom periodu bilo odobreno sa tzv. promenljivom kamatnom stopom, što za korisnike kredita nije predstavljalo problem dok su kamatne stope bile na niskom nivou. Rast cena i niske kamatne stope otvorile su prostor za špekulante koji su kupovali nekretnine očekujući njihov rast u budućnosti i mogućnost da kupovinu refinansiraju po niskim kamatnim stopama. Banke su u cilju povećanja likvidnosti vršile „sekjuritizaciju“ hipotekarnih potraživanja čime su se stekli uslovi da strani investitori ulažu u ovaj segment finansijskog tržišta SAD. Pretpostavljajući da cena nekretnina neće padati, rejting agencije su ovim hartijama davale najviši rang, doprinoseći iluziji da se radi o izuzetno sigurnim ulaganjima. Rast kamatnih stopa uslovio je da kupci nekretnina počnu da kasne sa plaćanjem rata, a poverioci aktiviraju hipoteke što se odrazilo na pad cena nekretnina. Cena nekretnina opala je za rekordnih više od 20% u periodu od sredine 2006. do septembra 2008. godine. Padom cena nekretnina vrednost hipoteka bila je niža od vrednosti potraživanja što se negativno odrazilo na hartije od vrednosti obezbeđene hipotekom. U hartije od vrednosti obezbeđene hipotekom ulagale su investicione banke i hedž fondovi, a među njima se isticao Lehman Brothers koji je do 2008. godine predstavljao četvrtu po veličini investicionu banku. U toku 2008. godine negativna kretanja na hipotekarnim tržištima su se odrazila na poslovne aktivnosti Lehman Brothersa tako da su akcije kompanije u prvoj polovini godine izgubile 73% vrednosti. U avgustu kompanija je pokrenula pregovore o preuzimanju sa Korejskom Razvojnou Bankom koji su delimično zaustavili pad cene akcija. Po povlačenju iz pregovora inostranog partnera akcije kompanije su nastavile da padaju, a očekivana državna pomoć je izostala zbog čega je menadžment 15. septembra proglasio bankrot. Bankrot „finansijskog diva“ izazvao je paniku na svetskim berzama koja je samo ubrzala već nastalu finansijsku krizu.*

Globalni tokovi kapitala su u poslednje dve decenije dostigli neviđene razmere kreirajući snažnu finansijsku povezanost između nacionalnih ekonomija. Bez obzira na rastući značaj tranzicionih i zemalja u razvoju mali broj njih je uspeo da privuče značajnije količine stranog privatnog kapitala. Pitanje priliva stranog kapitala u ove zemlje bi trebalo posmatrati u kontekstu *de facto* i *de jure* finansijske integracije. Nepostojanje

institucionalnih ograničenja za priliv stranog kapitala ne podrazumeva automatski da su ove zemlje finansijski integrisane. Da bi se ove zemlje globalno finansijski integrisale neophodno je da postoji i privlačan investicioni ambijent. Veliki broj tranzicionih i zemalja u razvoju ne ispunjava ovaj uslov. Budući da finansijska integracija nije sama po sebi cilj postavlja se pitanje da li ona doprinosi ekonomskom rastu. Teorijski zaključci su veoma različiti, ali dominiraju istraživanja da finansijska integracija u globalni sistem ne dovodi sama po sebi do rasta GDP. Ovakav stav ne iznenađuje ako se ima u vidu da razlika u GDP per capita između zemalja ne proističe iz razlike u odnosu kapital/rad već u totalnoj produktivnosti faktora proizvodnje koja se može objasniti tzv. “mekim” faktorima kao što su kvalitet institucija, sistem obrazovanja, motivisanost i vladavina prava.<sup>52</sup> Čelnici *IMF* su zauzeli stav da efekti finansijske integracije zemlje mogu doprineti realnom rastu samo ukoliko priliv stranog kapitala bude praćen i razvojem institucija, pre svega tržišnih, koje će omogućiti da se privučeni kapital efikasno koristi. Oponenti ovakvom stavu dokazuju da totalnom liberalizacijom priliva stranog kapitala nacionalne ekonomije postaju izuzetno osetljive na eksterne šokove i napade špekulanata, a da nemaju nikakve instrumente da na njih reaguju.<sup>53</sup> Po njima efikasne institucije nisu dovoljne da eliminišu posedovanje asimetričnih informacija i nerealna očekivanja koja iz njih proističu. Na ovaj način na finansijskim tržištima dolazi do narastanja i „pucanja balona”. Ističe se da efekti finansijske integrisanosti u velikoj meri zavise od oblika u kome strani kapital stiže u zemlju domaćina, apostrofirajući špekulativni karakter portfolio investicija. Bez obzira na iznesene opaske veoma uglednih ekonomista, u praksi je preovladao stav o neophodnosti finansijske liberalizacije na globalnom nivou. Tekuća ekonomska kriza, koja je nastala upravo u finansijskom sektoru, nije uticala na promenu stava državnih organa prema liberalizaciji stranih investicija.

---

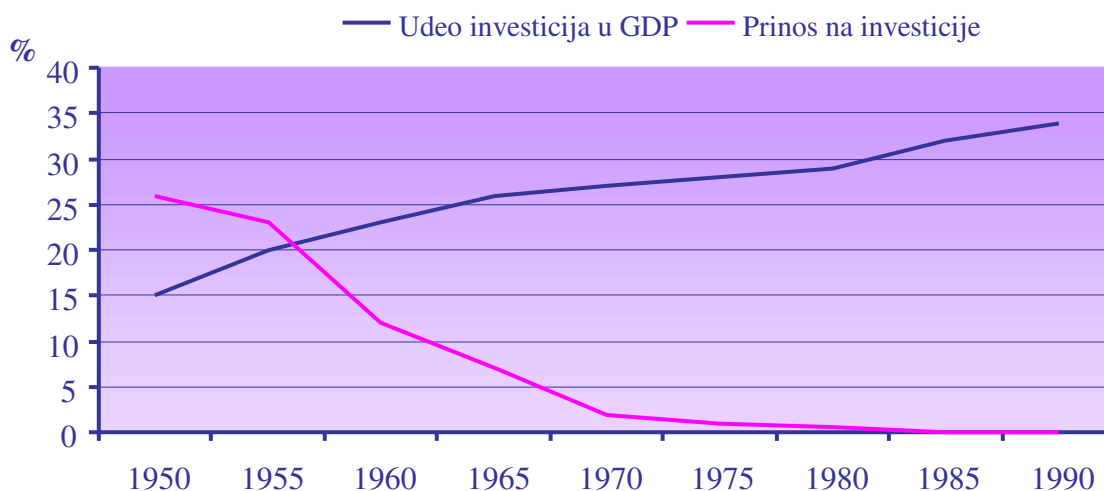
<sup>52</sup> Prasad Esward, Rogoff Kenneth, Wei Shang – Jin, Kose M. Ayhan, *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, International Monetary Fund, 17 March 2003, str. 1-71

<sup>53</sup> Stiglitz E. Joseph, *Capital – Market Liberalization, Globalization and the IMF*, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 20, No. 1, str. 57 - 71

### **3. Uticaj SDI na konkurentski potencijal tranzicionih privreda**

U periodu od 1917. do 1950. godine države koje su obuhvatale oko trećine svetske populacije napustile su tržišni princip privređivanja i prešle na centralno plansku privredu.<sup>54</sup> U narednom periodu sličan zaokret u ekonomskoj politici, sa određenim varijacijama, napravile su još neke države, tako da su centralno planske privrede postojale u Evropi, Aziji, Africi, centralnoj i južnoj Americi. Napor ekonomskih vlasti u ovim državama svodio se na planiranje alokacije resursa, proizvodnje i potrošnje. U početnim fazama centralno planski sistem privređivanja je omogućio rast proizvodnje, industrijalizaciju, opšte obrazovanje, pristup zdravstvenoj zaštiti i ujednačenu raspodelu dohotka u okviru društva. Međutim, postepeno je sistem razvoja zasnovan na autarkiji došao do svojih krajnjih granica, postajući sve neefikasniji. Uzrok neefikasnosti leži u nedovoljnoj količini informacija, koje je moglo samo tržište da obezbedi, i korupciji tokom planiranja. Grafikonom 1.8. je prikazano opadanje efikasnosti investicija u SSSR u periodu od 1950-90. godine.

**Grafikon 1.8. Investicije i stope prinosa na investicije u privredi SSSR**



*Izvor:* World Bank, 1996, *From Plan to Market*, str. 3

Sa grafika 1.8. se vidi da je efikasnost privrede SSSR, a slična situacija bila je i u ostalim centralno planskim privredama, vremenom opadala, što je zahtevalo radikalne

<sup>54</sup> World Bank, 1996, *From Plan to Market*, str. 1

promene. Krajem prošlog veka najveći broj centralno planskih privreda napustio je postojeći sistem razvoja i ponovo se okrenuo tržišnom sistemu privređivanja. U ekonomskoj literaturi ovaj proces se naziva tranzicija, a sažeto bi se mogao definisati na sledeći način<sup>55</sup>:

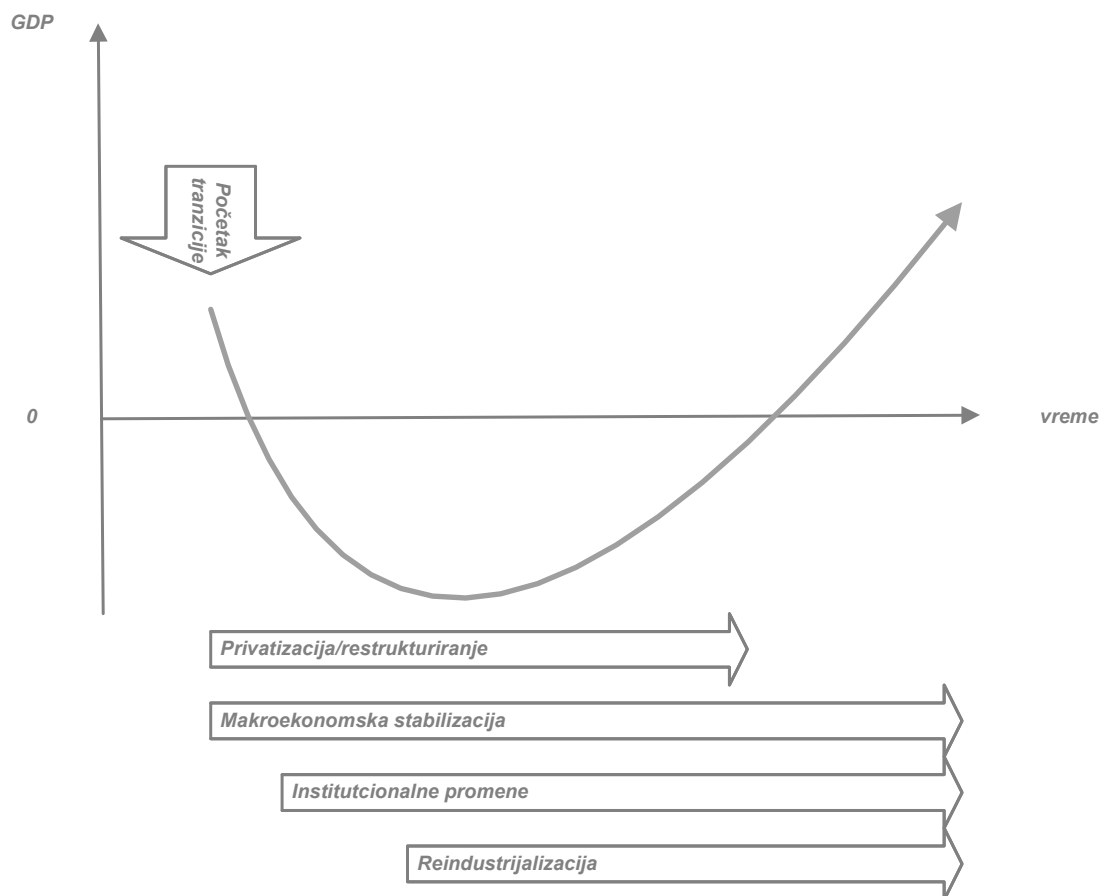
- U pitanju je ekonomski fenomen koji je deo globalnih promena krajem dvadesetog veka.
- Promene su uslovljene razvojnim uslovima i okolnostima.
- Reč je o kompleksu promena u ekonomskom sistemu i politici čiji je cilj da se postigne veća efikasnost privrede, odnosno uspostavi efikasnija struktura u odnosu na prethodno stanje.

Proces tranzicije, odnosno prelazak sa centralno planskog na tržišni sistem privređivanja, nije sam sebi cilj. Cilj ovog procesa je da se podigne efikasnost privrede, efikasnost alokacije resursa i proizvodna efikasnost, i pospeši proces uključivanja u međunarodne ekonomske tokove. Ekonomska suština tranzicije obuhvata četiri procesa: privatizaciju i restrukturiranje, makroekonomsku stabilizaciju, institucionalne promene i reindustrijalizaciju. Svaki od navedenih procesa ima svoju ulogu u fazama tranzicije, a efikasnost svakog procesa odražava se na performanse tranzicione privrede. U teoriji se kretanje GDP tokom tranzicije u odnosu na predtranzicioni period prikazuje tzv. tranzicionom krivom koja ima oblik slova J.

---

<sup>55</sup> Cerović Božidar, 2004, *Ekonomika Tranzicije*, Ekonomski fakultet Beograd, str. 11

**Grafikon 1.9. Tranziciona kriva**



**Izvor:**Prilagođeno na osnovu Đuričin Dragan, Transition and Beyond: Serbia's Perspective, *Ekonomika preduzeća*, Vol. LIII, No. 5-6, septembar – oktobar, 2007, str. 161 – 176

Tranzicija je po svojoj prirodi privremeni ali izuzetno destabilizujući proces koji u početnim fazama dovodi do tranzicione stagflacije, pada vrednosti GDP i visoke inflacije. Jedan od uzroka inflacije na početku tranzicije je rast produktivnosti i cena proizvoda u tzv. otvorenom sektoru, dok usled ugledanja zarade rastu i u manje produktivnim “zaštićenim” sektorima.<sup>56</sup> Ova pojava se u ekonomskoj literaturi naziva *Ballassa – Samuelsonov* efekat. Tabelom 1.8. prikazani su efekti tranzicione stagflacije kod pojedinih zemalja.

<sup>56</sup> Egert Balazs, Drine Imed, Lommatzsch Kirsten, Rault Christophe, *The Ballas Samuelson effect in Central and Eastern Europe: Myth or Reality*, William Davidson Institute Working Paper 483, University of Michigan Business School, July 2002, str. 1-30

*Tabela 1.8. Tranziciona stagflacija*

	<b>Uzastopne godine pada GDP</b>	<b>Kumulativni pad GDP u %</b>	<b>Indeks GDP 2011/1989</b>
Albanija	3	33,00	180
Bugarska	4	16,00	110
Hrvatska	4	36,00	105
Poljska	2	6,00	194
Slovenija	3	14,00	148
Mađarska	4	15,00	127
Rusija	7	40,00	108
Ukrajina	10	59,00	65
<b><i>Pad GDP tokom "Velike ekonomske krize"</i></b>			
Francuska	3	11,00	
Nemačka	3	16,00	
Velika Britanija	2	6,00	
SAD	4	27,00	

*Izvor:* World Bank, 2000, *Transition The First Ten Years*, str. 5 i EBRD, 2011, *Transition Report*,

Podaci ukazuju na to da dužina trajanja stagflacije, kao i njene posledice, nisu ravnomerno raspoređene na sve države. Vreme trajanja stagflacije i njeni efekti zavise od predtranzicionog stanja privrede i upravljanja samim procesom tranzicije. Pojedine tranzicione privrede su se suočile sa padom GDP koji prevazilazi efekte Velike ekonomske krize u prvoj polovini prošlog veka. Za stopiranje tranzicione stagflacije vrlo je bitno preduzimanje mera u pravcu makroekonomske stabilizacije, izgradnje novih i podizanje efikasnosti postojećih institucija. Pravilno upravljanje ovim procesima stvara pretpostavke za intenziviranje procesa reindustrijalizacije, odnosno kretanje tranzicione krive uzlaznom putanjom. Reindustrijalizacija tranzicionih zemalja često je usled nedostatka domaće akumulacije zavisna od relevantnih investicija iz inostranstva.

Efekti priliva SDI na privredu zemlje domaćina, a naročito na tranzicione države, su multikompleksni, što dodatno usložnjava njihovu analizu. U ekonomskoj teoriji preovladalo je mišljenje da su neto efekti priliva SDI, naročito za manje razvijene zemlje, pozitivni i pored pojedinih negativnih efekata. Uticaj SDI na tranzicione zemlje će se



pratiti po sledećim grupama efekata: uticaj na platni bilans, uticaj na investicije, uticaj na priliv tehnologije i zaposlenost.

Priliv SDI ima višestruke i krupne efekte na investicije i kretanje platnog bilansa u tranzicionim zemljama. Tranzicione zemlje se usled izvozne neosposobljenosti i liberalizacije uvoza, naročito u početnim fazama tranzicije, odlikuju visokim deficitom tekućeg dela platnog bilansa. Priliv stranog kapitala predstavlja izvor finansiranja deficita nastalog usled narasle domaće tražnje. SDI su se u praksi pokazale kao mnogo povoljniji izvor finansiranja od zajmovnog i portfolio kapitala, što naročito dolazi do izražaja u kriznim periodima. Vlasnici zajmovnog kapitala, posebno kratkoročnog, i portfolio investitori vrlo lako napuštaju pojedina tržišta na prve signale pada konjunktura, dok su strane direktne investicije dugoročnije opredeljene.<sup>57</sup> Strane direktne investicije u obliku *greenfield* projekata dovode do postepenog priliva kapitala, dok međunarodna preuzimanja podrazumevaju jednokratni priliv kapitala. Praksa je pokazala da nakon preuzimanja, naročito u procesu privatizacije, strani investitori nastavljaju da ulažu kapital u preuzetu kompaniju kako bi je tržišno osposobili. Na ovaj način se produžavaju pozitivni efekti priliva kapitala po osnovu stranog investiranja. U drugoj instanci SDI mogu predstavljati faktor pritiska na kapitalni deo platnog bilansa, koji se može reflektovati dvojako. Često su SDI, naročito tržišno orjentisane, uvozno intenzivne što ima negativne efekte na tekući deo platnog bilansa. Odloženi negativni efekti SDI na platni bilans tranzicionih država se odnose na kasniju repatrijaciju profita i kapitala koja naročito postaje aktuelna u kriznim periodima.<sup>58</sup> U uslovima svetske ekonomske krize kada dolazi do smanjenog priliva SDI repatrijacija profita filijala ka matičnim kompanijama dodatno opterećuje kapitalni deo platnog bilansa. Za pitanje repatrijacije profita usko je vezana i upotreba transfernih cena u okviru sistema MNK. MNK često koriste transferne cene za prenošenje kapitala u “poreske rajeve”, a u cilju optimizacije poreskog opterećenja. Ovaj problem postaje još aktuelniji za tranzicione države koje često nemaju adekvatnu regulativu ili kapacitete za njenu efektivnu

---

<sup>57</sup> UNCTAD, 2000, *World Investment Report*, str. 165

<sup>58</sup> Mencinger Jože, *The «Addiction» with FDI and Current Account Balance, Inostrani kapital kao faktor razvoja zemalja u tranziciji*, Ekonomski fakultet u Kragujevcu, 2009, str. 3-14

primenu.<sup>59</sup> Priliv stranog kapitala, naročito u obliku *greenfield* investicija, a često i preuzimanjem domaćih kompanija, dovodi do uvećanja proizvodnih kapaciteta. Istraživanja su pokazala da investicije stranih kompanija, budući da deo kapitala pribavljaju i na domaćem tržištu, premašuju priliv stranog kapitala tako da su pozitivni efekti po tom osnovu višestruki.<sup>60</sup> Strani kapital u zemlji domaćina može imati eksterne pozitivne (privlačenje) ili negativne (istiskivanje) efekte na domaće investicije. Efekti privlačenja se ogledaju u stimulanju domaćih investicija, koje su komplementarne sa inostranim, i prilivu novih stranih investicija. Efekti istiskivanja se odnose na aktivnosti stranih kompanija koje su usmerene na to da domaćim kompanijama otežaju pristup tržištu i domaćim izvorima finansiranja. Empirijska istraživanja su ukazala da kod SDI u tranzicionim zemljama dominiraju efekti privlačenja, dok efekti istiskivanja nisu prisutni u većoj meri.<sup>61</sup>

Sposobnost da se stvori, preuzme i nauči korišćenje najnovijih tehnoloških rešenja je imperativ konkurentnosti nacionalnih ekonomija. Tehnološka unapređenja zajedno sa institucionalnim reformama predstavljaju jedan od glavnih pokretača ekonomskog razvoja. Tehnološke inovacije u velikoj meri mogu da objasne razlike u stepenu konkurentnosti između zemalja. Snažna konkurencija u tehnološki intenzivnim granama je doprinela skraćivanju životnog ciklusa proizvoda što se odrazilo na otežanu difuziju najnovijih rešenja i istovremeno ubranu difuziju rešenja druge generacije.<sup>62</sup> MNK, najveći strani investitori u zemljama u tranziciji, često su lideri u tehnološkim inovacijama u oblastima u kojima posluju. Generalno filijale MNK u tranzicionim zemljama koriste tehnologije koje su naprednije od onih koje zemlja domaćin poseduje, ali su često u pitanju tehnologije koje nisu vodeće u datoj oblasti. Transfer tehnologije je, naročito u početnim fazama tranzicije, ograničen razvojem infrastrukture i nepostojanjem stručnih kadrova. Realna opasnost koja postoji je da strane kompanije transferišu tehnologiju koja je u skladu sa komparativnom

---

<sup>59</sup> Randelović Saša, Marković Dušan, Role of Transfer Pricing in Contemporary Business, *International Symposium Economy and Business*, 2009, Sunny Beach, Bulgaria, str. 118-129

<sup>60</sup> UNCTAD, 2000, *World Investment Report*, str. 166

<sup>61</sup> Mišun Jan, Tomšk Vladimir, Does FDI Crowd in or Crowd out Domestic Investment?, *Eastern European Economics*, Vol. 40, No. 2, 2002, str. 38-56

<sup>62</sup> Fagerberg, Jan, Verspagen, Bart, Technology-Gaps, Innovation-Diffusion and Transformation: An Evolutionary Interpretation, *Research Policy*, Vol. 31, No. 8/9, 2002, 1291-1304

prednošću pojedinih država, npr. jeftina radna snaga, što može doprineti stagniranju i nerazvijanju novih sektora. Svetska Banka procenjuje da je neophodno da “novi sektori”, čijem stvaranju prvenstveno doprinose SDI, treba da učestvuju sa 40% u GDP kako bi se nadomestili efekti tranzicionog šoka.<sup>63</sup> Indirektni efekti SDI po pitanju tehnoloških rešenja mogu se pratiti i na osnovu prelivanja na domaće privredne aktere. Efekti prelivanja se ostvaruju kroz proces ugledanja domaćih kompanija, saradnjom lokalnih kompanija sa stranom filijalom i fluktuacijom radne snage.<sup>64</sup> Efekti prelivanja će zavisi od industrije u kojoj se posluje, strategije MNK i stepena razvoja zemlje domaćina. MNK najčešće centralizuju aktivnosti istraživanja i razvoja, tako da se retko dešava da deo ovih aktivnosti delegiraju na filijale u manje razvijenim zemljama. Primena ovakve strategije je direktno odgovorna za “odliv mozгова” iz tranzicionih zemalja. Mnogi stručni kadrovi, naročito nakon preuzimanja, prelaze da rade u naučno istraživačke centre MNK. I pored potencijalno negativnih efekata empirijska istraživanja su ukazala na pozitivnu i statistički jaku vezu između priliva SDI, kao izvora tehnoloških inovacija, i rasta GDP u tranzicionim državama.<sup>65</sup>

Jedno od suštinskih pitanja efekata SDI na zemlju domaćina odnosi se na njihov uticaj na zaposlenost i obrazovanje radne snage. Uticaj SDI na stopu nezaposlenosti u zemlji domaćinu zavisi od više faktora. Opšti zaključak je da *greenfield* investicije, zbog otvaranja novih kapaciteta, doprinose rastu zaposlenosti u zemlji domaćinu. Međutim, indirektni efekti mogu višestruko nadmašiti inicijalne pozitivne efekte ukoliko dođe do istiskivanja domaćih kompanija. Sa druge strane preuzimanja, naročito u procesu privatizacije, se često dovode u vezu sa smanjenjem broja zaposlenih usled restrukturiranja i ukidanja funkcija koje se dupliraju u okviru sistema MNK. Istraživanje koje je sproveo UNCTAD pokazalo je da je broj zaposlenih u privatizovanim preduzećima opadao nakon preuzimanja ali da je taj pad bio daleko manji od pada zaposlenosti na nivou cele privrede.<sup>66</sup> Pored toga efekte privatizacije na stopu zaposlenosti treba pratiti u kontekstu

---

<sup>63</sup> Đuričin Dragan, Strategija konkurentnosti Srbije 2005-2010, *SES Kopaonik*, 2005, str. 10-33

<sup>64</sup> UNCTAD, 2000, *World Investment Report*, str. 173

<sup>65</sup> Campos F. Nauro, Yuko Kinoshita, *Foreign Direct Investment as Technology Transferred: Some Panel Evidence from the Transition Economies*, William Davidson Working Paper No. 438, January 2002, p. 1-31

<sup>66</sup> UNCTAD, 2000, *World Investment Report*, str. 182

kompanija koje se preuzimaju. Ukoliko su u pitanju kompanije koje se suočavaju sa velikim poslovnim problemima, koji mogu da dovedu do stečaja, privatizacija predstavlja očuvanje jednog broja radnih mesta koja bi se ionako ubrzo ugasila.<sup>67</sup> Uticaj SDI na nivo realnih zarada nije lako utvrditi budući da efekti po ovom osnovu dosta zavise od grane, oblika investiranja i ostalih lokalnih faktora. Osnovni zaključak koji se u teorijskoj literaturi nalazi je da strani poslodavci u tranzicionim zemljama obezbeđuju veće zarade za zaposlene, mada je i ovaj stav podložan kritikama. Efekti SDI na znanje i veštine zaposlenih su vrlo slični efektima koji se ostvaruju kod transfera tehnologije. U početnim fazama tranzicije zaposleni često nemaju adekvatna znanja neophodna za poslovanje MNK zbog čega je potrebna njihova kontinuirana obuka. Na ovaj način se vrši transfer tzv. nematerijalnih resursa, a fluktuacijom radne snage dolazi do prelivajućih efekata. Prelivajući efekti SDI mogu prevazići direktne efekte, a strani investitori postaju agenti promena u tranzicionim društvima.

*Godina 2006. je za auto kompaniju Škoda bila jubilarna po mnogo čemu. U toku ove godine kompanija je prvi put proizvela i prodala preko 500,000 automobila. Rast prodaje i proizvodnje se pozitivno odrazio na neto profit, rast od 40.2%, koji je dostigao 402.4 miliona EUR po tadašnjem kursu. Pozitivni poslovni rezultati, pored svetske ekonomske krize, su ostvareni i tokom 2009. godine kada je proizvodnja iznosila 523 hiljade, a prodaja 552 hiljade automobila. U otežanim uslovima poslovanja kompanija je ipak uspela da posluje sa profitom koji je na kraju godine iznosio 131 milion EUR. Pre svega 20 godina situacija nije bila tako sjajna. Nakon napuštanja socijalističkog privrednog uređenja vlada Češke je odlučila da Volkswagenu proda 31% udela u Škodi uz opciju da taj udeo uveća do kraja 1994. godine na 70%, što je nemačka kompanija i učinila. U toku 2000. godine država se u potpunosti povukla iz Škode prepuštajući celokupno vlasništvo Volkswagenu. Po preuzimanju najveći napor Volkswagena bili su usmereni ka zaposlenima koji su posedovali radnu disciplinu i tehnička znanja, ali nisu imali dovoljno samoinicijative, ekonomskih i menadžerskih sposobnosti. Strategija ljudskih resursa bila je usmerena na postepeno uvođenje promena, isticanje odanosti kompaniji i značaja Škode za društvo, a*

---

<sup>67</sup> Kalman Kalotay, Hunya Gabor, Privatization and FDI in Central and Eastern Europe, *Transnational Corporations*, Vol. 9, No. 1, April 2000, str. 39-67

sve u cilju ostvarivanja poverenja. Upravljanje kompanijom prepušteno je domaćim menadžerima koji su saradivali sa specijalistima iz Nemačke u ograničenom periodu. Treninzi i obuka su obuhvatili širok spektar zaposlenih kako bi se postigla veća efikasnost u svim oblastima poslovanja. Većom efikasnošću proizvodnje, formiranjem malih timova kojima se dodeljuju bonusi u zavisnosti od učinaka i troškova, i povećanjem efikasnosti lanca snabdevanja, kroz dolazak stranih dobavljača (Siemens, Peguform) i unapređenje poslovanja lokalnih dobavljača, ostvarene su značajne uštede u troškovima. Povećanje obima proizvodnje i uvođenje novih modela (Felicia, Octavia, Fabia i Roomster) zahtevali su otvaranje novog proizvodnog pogona. Novi pogon se uglavnom zasniva na tehnologiji Volkswagena. Otvaranjem novog proizvodnog pogona, uvođenjem novih modela i ulaganjem u promenu imidža stekli su se uslovi za širenje poslovnih aktivnosti na tržišta zapadne Evrope i Azije. Danas Škoda na tržištu zapadne Evrope ostvaruje više od polovine svoje prodaje, dok je na tradicionalno zatvorenom tržištu Indije najprodavaniji evropski automobil. Dodatnim investiranjem, podsticanjem novih SDI, prvenstveno investicija dobavljača Volkswagena, i prelivanjem tehnologije na lokalne dobavljače, ostvareni efekti na privredu Češke premašili su efekat inicijalne investicije. Škoda je od lokalne postala kompanija globalnog značaja u auto industriji za manje od dve decenije, zbog čega njen generalni direktor ističe da Škoda više nikada neće biti predmet podsmeha.<sup>68</sup>

Stvaranje poslovnog ambijenta u kome će pozitivni efekti priliva stranog kapitala dominirati nad potencijalno negativnim efektima je realni izazov za svaku tranzicionu državu. Ovaj izazov dobija dodatno na značaju ako se ima u vidu da su empirijska istraživanja pokazala da kod brzorastućih ekonomija, u koje spadaju i tranzicione, rast udela SDI u GDP za jedan procentni poen doprinosi rastu GDP per capita od 0.8%.<sup>69</sup> Tabelom 1.9. prikazani su pokazatelji vezani za SDI u pojedinim tranzicionim državama.

---

<sup>68</sup> Na češkom jeziku Škoda znači šteta ili sramota.

<sup>69</sup> Bergsman Joel, Broadman G. Harry, Drebentsov Vladimir, *Improving Russia's Policy on Foreign Direct Investment*, World Bank, Working Paper 2329, 2000, str. 1-21

**Tabela 1.9. SDI u pojedinim tranzicionim zemljama<sup>a</sup>**

		Priliv SDI - milioni USD			Priliv SDI per capita - USD			Priliv SDI kao procenat GDP			Udeo SDI u formiranju bruto fiksnog kapitala	
		2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009
Albanija	Tok	988	979	1.097	311	307	342	7,6	8,1	9,2	20,7	24,5
	Kumulativ	2.797	3.537	4.355	879	1.108	1.359	21,6	29,1	36,7		
Bugarska	Tok	9.855	3.351	2.170	1.298	444	290	19,0	6,9	4,5	56,6	28,2
	Kumulativ	43.993	49.183	47.971	5.795	6.521	6.401	84,9	100,9	100,2		
Hrvatska	Tok	6.179	2.911	583	1.399	660	132	8,9	4,6	1,0	32,3	18,7
	Kumulativ	30.883	35.955	34.374	6.990	8.151	7.806	44,5	57,0	56,7		
Mađarska	Tok	7.384	2.045	2.377	737	204	238	4,8	1,6	1,8	22,2	7,6
	Kumulativ	88.529	98.757	91.933	8.834	9.874	9.208	57,0	76,7	71,0		
Poljska	Tok	14.839	13.698	9.681	388	358	253	2,8	3,2	2,1	12,6	15,0
	Kumulativ	164.307	186.115	193.141	4.299	4.866	5.046	31,0	43,2	41,2		
Rumunija	Tok	13.910	4.847	3.573	644	225	166	6,8	3,0	2,2	21,3	11,7
	Kumulativ	67.911	72.007	70.012	3.146	3.343	3.258	33,2	44,7	43,9		
Srbija	Tok	2.955	1.959	1.329	300	199	135	5,4	4,2	3,0	23,2	20,0
	Kumulativ	18.964	20.584	20.584	1.927	2.089	2.088	34,8	43,8	46,5		
Slovenija	Tok	1.947	-582	834	965	-287	411	3,6	-1,2	1,7	12,4	-4,9
	Kumulativ	15.638	15.127	15.022	7.748	7.473	7.401	28,6	30,8	31,5		

<sup>a</sup>Kumulativ obuhvata ulaganja iz inostranstva i zadržani profit stranih filijala, odnosno repatrijaciju profita

Izvor: [www.unctad.org](http://www.unctad.org) – statistička baza podataka o SDI

Podaci iz tabele 1.7. ukazuju na značajno učešće SDI u formiranju bruto fiksnog kapitala tranzicionih zemalja i istovremeno oštar pad priliva SDI sa nastankom globalne ekonomske krize. U narednom periodu, usled produbljivanja i produžetka svetske ekonomske krize, ne mogu se očekivati neki značajniji prilivi preko neophodnih SDI u tranzicione zemlje.

S obzirom na potencijalno višestruke pozitivne efekte SDI u teoriji su prisutni brojni radovi koji se bave determinantama privlačenja SDI u tranzicione zemlje. Tradicionalne determinante privlačenja SDI su veličina tržišta, relativno jeftina radna snaga, obučena radna snaga, koja je neophodna u slučaju upotrebe novih tehnologija i manja udaljenost između matične i zemlje domaćina.<sup>70</sup> Proces tranzicije koji predstavlja radikalnu promenu privrednog sistema je sam po sebi specifičan, što se odražava i na determinante privlačenja SDI. Na osnovu empirijskih analiza u procesu tranzicije poseban značaj imaju stepen privatizacije, udeo privatnog kapitala u GDP i oblik privatizacije.<sup>71</sup> Države u kojima dominira privatni kapital i u kojima je dominantan oblik privatizacije direktna prodaja, sa jednakim tretmanom domaćih i stranih investitora, mogu računati na značajni priliv SDI.

<sup>70</sup> Carstensen Kai, Toubal Farid, Foreign Direct Investments in Central and Eastern European Countries: A Panel Analysis, *Journal of Comparative Economies*, Vol. 32, No. 1, 2004, str. 3-22

<sup>71</sup> Garibaldi Pietro, Mora Nada, Sahay Ratna, Zettelmeyer Jeromin, What Moves Capital to Transition Economies, *IMF Staff Papers*, Vol. 48, special Issue, 2001, str. 129 – 145

Posebnu pažnju u istraživanju determinanti privlačenja SDI ima stepen razvoja institucija. Uloga institucija je veoma bitna budući da one opredeljuju formalne i neformalne uslove poslovanja, što se odražava na transakcione i troškove pribavljanja informacija, kao i stepen neizvesnosti. Njihov značaj je naročito izražen kod tranzicionih država budući da se postojeće institucije rekonfiguriraju, a nove uspostavljaju. Empirijska istraživanja su ukazala na pozitivnu vezu koja postoji između priliva SDI u tranzicione države i stepena efikasnosti institucija, sa posebnim akcentom na razvoj privatnog i bankarskog sektora, razvijenost pravnog sistema i liberalizaciju deviznog kursa i međunarodne razmene.<sup>72</sup> Strani investitori, među kojima dominiraju MNK, pozitivno reaguju na institucionalno okruženje koje im omogućava da slobodno eksploatišu svoje, najčešće nematerijalne, resurse i podižu efikasnost njihove upotrebe. U skladu sa navedenim pravi izazov za svaku tranzicionu državu je da stvori ekonomski i institucionalno podsticajno okruženje koje će doprineti snažnijem prilivu SDI.

#### **4. Uloga i značaj MNK u novom poslovnom okruženju**

Analiza poslovnog ambijenta koji je nastao u poslednje dve decenije ne bi bila potpuna ukoliko ne bi uključila ulogu i značaj MNK. Definisanje MNK zaokupljalo je pažnju mnogih teoretičara međunarodnog poslovanja, a široko prihvaćena definicija „da je MNK ona kompanija koja poseduje makar jednu filijalu u inostranstvu“<sup>73</sup> dovodi u vezu MNK i strane direktne investicije. Iako dosta široka, ova definicija ima svoju svrhu jer vrši podelu na preduzeća koja investiraju u inostranstvo, najsloženiji oblik internacionalizacije, i preduzeća koja se u međunarodne ekonomske tokove uključuju u formi manje rizičnih oblika internacionalizacije. S obzirom na rast uticaja MNK u 20. i početkom 21. veka, ne iznenađuje što se značajan broj ekonomskih istraživača posvetio proučavanju njihovih aktivnosti i razvoju.

U literaturi su zabeleženi brojni pokušaji da se jedinstvenim teorijskim okvirom objasni nastanak, motivi i način funkcionisanja MNK. Jedna od najznačajnijih teorija, koja

---

<sup>72</sup> Bevan Alan, Estrin Saul, Meyer Klaus, Foreign Investment Location and Institutional Development in Transition Economies, *International Business Review*, Vol. 13, No. 1, February 2004, str. 43-64

<sup>73</sup> Wilkins Mira, The History of Multinational Enterprises, u Rugman Alan (editor), *International Business*, 2007, The Oxford Handbook, str. 5

u početku nije imala za cilj da objasni suštinu MNK, bila je teorija o životnom ciklusu proizvoda. Po ovoj teoriji proizvod prolazi kroz tri faze: uvođenje, faza zrelosti i standardizovan proizvod, a svaka od faza ima implikacije na međunarodnu robnu razmenu i inostrane investicije.<sup>74</sup> Teorija polazi od pretpostavke da SAD usled svoje specifične uloge u međunarodnoj ekonomiji predstavljaju konstantan izvor inovacija, a struktura tržišta podržava brzu difuziju proizvoda. U fazi inovacije proizvod je prisutan samo na inicijalnom tržištu, da bi zatim počeo da se izvozi i na ostala razvijena tržišta. U narednoj fazi lokalne kompanije i strane filijale, koje potiču iz zemlje inovatora, u drugim razvijenim zemljama ovladavaju proizvodnjom. U ovoj fazi se smanjuje izvoz inicijalne zemlje ali se istovremeno povećavaju inostrane investicije u druge razvijene zemlje.<sup>75</sup> Konačno, u fazi standardizacije proizvodnja se seli u manje razvijene zemlje. Lokalne kompanije i filijale iz razvijenih zemalja učestvuju u proizvodnji standardizovanog proizvoda što se odražava na rast uvoza inicijalne zemlje inovatora.

Glavni nedostaci teorije životnog ciklusa proističu iz njenih ograničenja: 1. teorija polazi od specifične pozicije SAD 2. koncept ima praktičnu primenu samo na nekoliko industrijskih grana.<sup>76</sup> Teorijski doprinos koncepta životnog ciklusa se ogleda prvenstveno u isticanju značaja investiranja u tehnološke inovacije i njegovog uticaja na kretanje SDI i razmenu proizvoda i usluga. Ovaj stav predstavlja srž teorije internalizacije koju je razvio *Alan Rugman*.<sup>77</sup>

Teorija internalizacije nastala je tokom 70-ih godina prošloga veka. Do ovog perioda vladalo je mišljenje da su poslovne operacije u inostranstvu izuzetno rizične i da se stoga kompanija u međunarodne ekonomske tokove uključuje postepeno počev od manje rizičnih ka sve rizičnijim oblicima internacionalizacije. Sa druge strane, teorija internalizacije nastoji da otkrije koji su motivi da se kompanija uključi u međunarodne ekonomske tokove i da li će se opredeliti za izvoz, licenciranje ili SDI. Kompanija na domaćem tržištu može posedovati veći broj konkurentskih prednosti koje mogu proisticati iz efekata ekonomije

---

<sup>74</sup> Vernon Raymond, *International Investment and International Trade in the Product Cycle*, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 80, 1966, str. 190-207

<sup>75</sup> Katsioloudes Marios, Hadjidakis Spyros, 2007, *International Business*, Elsevier, str. 76

<sup>76</sup> Rakita Branko, 2009, *Međunarodni marketing*, Ekonomski fakultet Beograd, str. 237

<sup>77</sup> Rugman Alan, *A New Theory of Multinational Enterprises: Internationalization vs Internalization*, *Columbia Journal of World Business*, Spring 1980, str. 23-29



obima, menadžerskih sposobnosti, tehnoloških rešenja, monopola, diferenciranja i finansijske snage.<sup>78</sup> U cilju ostvarivanja što većih efekata kompanije nastoje da pronađu tržišta na kojima mogu da eksploatišu izvore konkurentске prednosti. Izvori konkurentске prednosti, naročito u današnjem poslovnom ambijentu, predstavljaju nematerijalni resursi. Teorija internalizacije ističe da se kompanije opredeljuju za SDI naspram drugih oblika internacionalizacije usled imperfektnosti na tržištu nematerijalnih resursa. Karakteristike nematerijalnih resursa zbog kojih se oni ne mogu razmenjivati kroz klasične tržišne transakcije su: 1. Nematerijalna dobra često imaju karakter javnih dobara 2. Oportunističko ponašanje i 3. Neizvesnost u upotrebi nematerijalnih resursa.<sup>79</sup>

- Primenjena na jednoj lokaciji, uz minimalne dodatne troškove, nematerijalna dobra se mogu primeniti na bilo kojoj drugoj lokaciji. Zbog ove karakteristike tržište ne može adekvatno da vrednuje nematerijalna dobra koja nisu zaštićena patentima.
- Oportunističko ponašanje strana u transakciji je česta pojava kod nematerijalnih resursa. Vlasnik nematerijalnih dobara ne sme u potpunosti da otkrije njihove karakteristike jer će suprotna strana bez plaćanja moći da ih koristi. Nasuprot tome, kupac ne poseduje dovoljno informacija šta kupuje.
- Prodavac ne može u potpunosti garantovati kakve će efekte kupljena nematerijalna imovina imati na poslovanje kupca budući da je njena primena često skopčana sa posedovanjem određene kako materijalne tako i nematerijalne imovine.

Navedene karakteristike predstavljaju ograničenja da se nematerijalna imovina razmenjuje između nepovezanih pravnih lica na čisto komercijalnoj osnovi.<sup>80</sup> Naime, i pored učinjenih napora ne postoje opšte prihvaćeni standardi zaštite intelektualne svojine. Kako bi se izbegli neželjeni rizici koji proizilaze iz komercijalnih transakcija u vezi sa nematerijalnom imovinom a ipak ostvarili efekti od njenog korišćenja u inostranstvu, kompanije pribegavaju stvaranju filijala u različitim zemljama. Na ovaj način se tržište nematerijalnih resursa internalizuje. Internalizacija nematerijalnih resursa omogućava

---

<sup>78</sup> Isto

<sup>79</sup> Caves Richard, 1980, *Multinational Enterprise and Economic Analysis*, Cambridge University Press, str. 5

<sup>80</sup> Krugman Paul, Obstfeld Maurice, 2003, *International Economics: Theory and Policy*, Addison Wesley, str. 173

kontrolu nad njihovom upotrebom i umanjuje transakcione troškove, pri čemu ne utiče na efekte njihovog korišćenja.

Vrlo bliska teoriji internalizacije je i eklitička paradigma, tzv. *OLI* paradigma, koju je razvio *Dunning*. Osnovni elementi u paradigmi su *O* prednost (*Ownership*), *L* prednosti (*Location*) i *I* prednosti (*Internalization*). *OLI* paradigma polazi od pretpostavke da nivo i struktura *SDI* kompanije u inostranstvu zavisi od ispunjenja sledećih pretpostavki:<sup>81</sup>

- Od stepena u kome je kompanija ovladala jedinstvenom i trajnom *O* prednošću u odnosu na kompanije iz drugih zemalja. *O* prednost se najčešće odnosi na privilegovano posedovanje nematerijalne imovine (*Oa*), sposobnost kompanije da koordinira prekogranične operacije (*Ot*), što umanjuje transakcione troškove, i prednost u „institucijama“ (*Oi*) koja se odnosi na jedinstvenu korporativnu kulturu, sistem upravljanja, motivisanja i sl. Posedovanje nematerijalne imovine uvećava kapacitete kompanije za kreiranje vrednosti za stejkholdere.
- Sposobnost kompanije da organizuje internu eksploataciju resursa koji predstavljaju *O* prednost, umesto da ih ustupa nepovezanim licima predstavlja tzv. *I* prednost. *I* prednost se najčešće dovodi u vezu sa superiornom organizacionom strukturom i sposobnošću da se u inostranstvo transferiše monopolski položaj po osnovu korišćenja nematerijalnih resursa.
- Kada su prethodna dva uslova ispunjena eksploatacija resursa na datoj lokaciji će zavisiti od njene razvijenosti. Stepem razvijenosti lokacije, odnosno *L* prednost, zavisi od posedovanja komplementarnih resursa, razvoja institucija i sposobnosti korišćenja nematerijalnih resursa. Posedovanje *L* prednosti između država određuje prisustvo kompanija sa *O* i *I* prednostima i priliv *SDI*.
- Konfiguracija *OLI* prednosti sa kojima se suočava svaka kompanija pojedinačno opredeljuje njihov odnos prema investiranju u inostranstvu, a sve u kontekstu dugoročnih interesa stejkholdera.

Države u kojima veliki broj kompanija poseduje *O* prednost, kao i sposobnost da je uspešno transferišu u inostranstvo internalizacijom, odlikovaće se značajnim odlivom

---

<sup>81</sup> Dunning H. John, Lundan M. Sarianna, 2008, *Multinational Enterprises and the Global Economy*, Edward Elgar Publishing Limited, str. 99

kapitala u formi SDI. Paradigma je dinamička u smislu da su promene u O i L prednosti među kompanijama i državama moguće, što se odražava na priliv i odliv stranih investicija. Ovakav stav je u skladu sa najnovijim ekonomskim dešavanjima i stvaranjem multipolarnog sveta. Današnja ekonomija znanja je u prvi plan istakla značaj nematerijalnih resursa koji se teško kopiraju, dok sa druge strane ubrzana ekonomska integracija na globalnom nivou apostrofira važnost lokacija za kreiranje konkurentne prednosti, čime je OLI paradigma dobila svoju praktičnu potvrdu.<sup>82</sup>

Iza odluke o investiranju u inostranstvo stoji kombinacija velikog broja korporativnih ciljeva čije bi ostvarivanje trebalo da dovede do stvaranja vrednosti za vlasnike. Korporativni motivi MNK za investiranje u inostranstvu se u literaturi klasifikuju na različite načine, a jedna od široko prihvaćenih klasifikacija je sledeća:<sup>83</sup> 1. Tržišno vođene investicije u inostranstvu 2. Resursno orijentisane investicije u inostranstvu 3. Efikasnošću vođene investicije u inostranstvu i 4. Strateški orijentisane investicije u inostranstvu.

- Tržišno vođene investicije u inostranstvu su usmerene ka velikim i tržištima koja se brzo razvijaju. Često su to tržišta na kojima su kompanije do tada bile prisutne kroz izvozno poslovanje. Ovaj tip korporativnih motiva dominira kada kompanija prati velikog kupca (proizvođači delova prate autokompanije), postoji želja da se tržište opslužuje iznutra sa smanjenim troškovima, zaobilaze se administrativne barijere oko uvoza, kompanija prilagođava ponudu lokalnim ukusima i nastoji da kreira novu tražnju.
- Resursno orijentisane investicije u inostranstvu su usmerene na sticanje nemobilnih prirodnih resursa koje pojedine zemlje poseduju u izobilju,(nafta, rudna bogatstva i sl). Poslednjih godina sve je приметniji trend ulaganja kompanija iz Kine i Indije u zemlje Afrike koje raspolažu prirodnim resursima.
- Efikasnošću vođene investicije su usmerene na lokacije koje omogućavaju snižavanje troškova poslovanja. Naročito se odnose na uštede u troškovima

---

<sup>82</sup> Dunning H. John, The Key Literature on IB Activities: 1960 - 2006, u Rugman Alan (editor), *International Business*, 2007, The Oxford Handbook, str. 59

<sup>83</sup> Buckley Peter, Clegg Jeremy, Cross Adam, Explaining China's Outward FDI: An Institutional Perspective, u Sauvart Carl (editor), *The Rise of Transnational Corporations from Emerging Markets: Threat or Opportunity?*, 2008, Edward Elgar Publishing Limited, str. 113-115

proizvodnje, IR, radne snage, logistike i sl. Cilj ovakvih investicija je da se iskoriste institucionalne, kulturne, tržišne i ekonomske specifičnosti pojedinih lokacija koje će se koristiti za opsluživanje većeg broja tržišta.

- Strateški orijentisane investicije su uglavnom usmerene na preuzimanje izvora konkurentске prednosti stranih kompanija, a u skladu sa dugoročnim strateškim ciljevima. Primetan je trend da su u ovaj tip investicija sve više uključene kompanije iz zemalja u razvoju (*Lenovo* je preuzeo filijalu *IBM-a* za proizvodnju računara, *Gilly* je preuzeo *Volvo* sl.).

Navedeni korporativni motivi ne iscrpljuju sve razloge zašto se kompanije opredeljuju za investiranje u inostranstvu jer često prilikom donošenja odluke dominiraju višestruki motivi. OLI paradigma se može u potpunosti povezati sa prezentovanim korporativnim motivima, što se vidi iz tabele 1.10.:

**Tabela 1.10. OLI paradigma i korporativni motivi MNK**

Korporativni motivi	O prednost	L prednost	I prednost
Resursno motivisani	Kapital, tehnologija i komplementarna imovina	Posedovanje prirodnih resursa i prateće infrastrukture	Stabilnost snabdevanja po "razumnim" cenama
Tržišno vođeni	Kapital, tehnologija, informacije, menadžerske sposobnosti i posedovanje brenda	Veličina tržišta i državna regulativa	Smanjenje transakcionih i troškova pribavljanja informacija i zaštita intelektualne svojine
Efikasnošću vođeni	Ekonomija obima i širine, geografska diversifikacija i pristup tržištima	Specijalizacija u proizvodnji, jeftina i produktivna radna snaga, i državni podsticaji	Smanjene transakcionih troškova, efekti vertikalnog integrisanja i horizontalne diversifikacije
Strateški orijentisani	Bilo koja od prethodnih koja omogućava sinergetske efekte sa postojećom imovinom	Bilo koja gore navedena koja se odnosi na tehnologiju i organizacione sposobnosti koje kompaniji nedostaju	Podela i redukovanje rizika, unapređenje konkurentске prednosti

**Izvor:** Dunning H. John, Lundan M. Sarianna, 2008, *Multinational Enterprises and the Global Economy*, Edward Elgar Publishing Limited, str. 104 – 105

Pitanje današnjeg poslovnog ambijenta ne bi moglo da se analizira bez osvrta na ulogu i značaj koji MNK imaju. MNK u današnjem poslovnom ambijentu predstavljaju jedan od najvećih izvora investicija, investicija u inostranstvu i jednog od najvećih poslodavaca. Po podacima kojima raspolaže UNCTAD, institucija koja se najviše bavi ulogom i značajem MNK, na kraju 2010. godine MNK su generisale preko 25% globalnog

GDP i preko jedne trećine izvoza.<sup>84</sup> Tabelom 1.11. dati su osnovni podaci o MNK i njihovom značaju za svetsku privredu.

*Tabela 1.11. MNK i njihove operacije (milijarde USD)*

	1990	2008	2009	2010
Prodaja stranih filijala	5.105	33.300	30.213	32.960
Ukupna imovina stranih filijala	4.602	64.243	53.601	56.998
Izvoz stranih filijala	1.498	6.599	5.262	6.239
Broj zaposlenih u stranim filijalama (000)	21.470	64.484	66.688	68.218

*Izvor:* UNCTAD, 2011, *World Investment Report*, str. 24

Kao što se iz tabele 1.11. vidi, u periodu od 1990. do 2010. godine u poslovanju MNK, i uopšte u svetskoj ekonomiji, došlo je do krupnih promena. Naime, u ovom periodu usled liberalizacije međunarodnih ekonomskih odnosa višestruko su se uvećali prodaja, imovina, izvoz i broj zaposlenih u stranim filijalama. Uvećanje navedenih elemenata samo ukazuje na rast značaja MNK u globalnoj ekonomiji današnjice. Broj zaposlenih u podružnicama stranih kompanija je u toku 2010. godine iznosio preko 68 miliona ljudi, što je skoro duplo više od broja zaposlenih u Nemačkoj kao vodećoj zemlji u EU. Globalna ekonomska kriza je ostavila posledice na aktivnosti MNK. Već tokom 2009. godine zabeležen je pad izvoza, vrednosti imovine i prodaje u inostranstvu. Već tokom 2010. godine došlo je do određenog oporavka ali ne na predkrizni nivo. Sve ovo se odrazilo na stepen njihove internacionalizacije koji UNCTAD svake godine meri tzv. TNI indeksom.<sup>85</sup> Stepenn internacionalizacije 100 najvećih MNK je u 2008. godini iznosio 58, što je osetno manje nego u 2007. godini kada je dostigao istorijski maksimum od 63. Tokom 2009. godine vrednost ovog indeksa je iznosila 62, a 2010. godine 61. Neki analitičari ističu da vrednost TNI indeksa za sto najvećih MNK, koja u 2008. godini ne prelazi 58, govori u prilog tome da je stav o globalizovanosti njihovih poslovnih operacija preuveličan.<sup>86</sup>

---

<sup>84</sup> UNCTAD, 2011, *World Investment Report*, str. x

<sup>85</sup> Stepenn internacionalizacije se meri kao aritmetička sredina sledeća tri procenta: 1. odnosa inostrane naspram ukupne imovine 2. odnosa inostrane i ukupne prodaje 3. odnosa zaposlenih u inostranstvu i ukupnog broja zaposlenih.

<sup>86</sup> Peter Dicken, 2003, *Global Shift Mapping the Changing Contours of the World Economy*, The Guilford Press, London, str. 126

Najveće MNK, naročito one koje potiču iz velikih razvijenih zemalja, značajan procenat svojih poslovnih operacija ostvaruju u matičnoj zemlji.

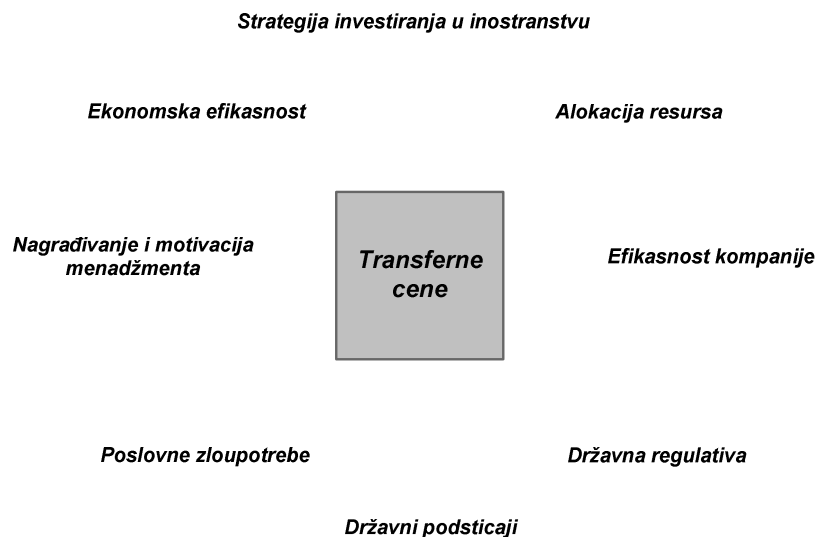
Za funkcionisanje MNK usko je vezana i primena transfernih cena, odnosno cena koje se primenjuju u okviru mreže filijala. Poslednje dve decenije ovo pitanje sve više zaokuplja pažnju istraživača iz više razloga. Razlike u sistemu oporezivanja i ekspanzija tzv. poreskih rajeva stvorili su ambijent u kome se transferne cene mogu primenjivati u cilju minimiziranja poreskog opterećenja, a na štetu poreskih prihoda. Sa druge strane, obim i vrednost internih transakcija su poslednjih godina dostigli neviđene razmere, tako da pojedina istraživanja procenjuju interne robne transakcije na  $\frac{3}{4}$  međunarodnog svetskog prometa robom.<sup>87</sup> Podaci o prometu nematerijalnih resursa nisu dostupni istraživačima, ali je verovatno da je kod njih ovaj procenat još veći. Ovakvi trendovi kao i potencijalni sukob interesa MNK i državnih organa doveli su do delimičnog ujednačavanja regulative transfernih cena. Ujednačavanju regulative je doprinelo potpisivanje bilateralnih ugovora o izbegavanju dvostrukog oporezivanja i aktivnosti nekih nadnacionalnih institucija. Tako je OECD kreirao uputstvo za primenu regulative u vezi sa transfernim cenama, a koje su prihvatile i mnoge zemlje koje nisu članice OECD. Krajem 2007. ukupno 51 zemalja je posedovala regulativu po pitanju transfernih cena u skladu sa smernicama OECD.<sup>88</sup> U literaturi se primena transfernih cena razmatra iz ugla MNK i državnih organa, što će biti učinjeno i u ovom radu. Grafikonom 1.10. je prikazana mešavina interesa i uticaja na politiku transfernih cena kompanije.

---

<sup>87</sup> Brem Markus, Tucha Thomas, Transfer pricing: Conceptual thoughts on the Nature of the Multinational firm, *The Journal for Decision Makers*, Vol. 31, No 2, April – Jun 2006, str. 29 - 43

<sup>88</sup> Deloitte, 2010, *Strategy Matrix for Global Transfer pricing: Planning for Methods, Documentation, Penalties and Other Issues*, str. 2

**Grafikon 1.10. Tenzije u primeni transfernih cena**



**Izvor:** Elliot Jamie, Emmanuel Clive, International Transfer Pricing: Searching for Patterns, *European Management Journal*, Vol 18., No.2 , 2000, str. 216-220

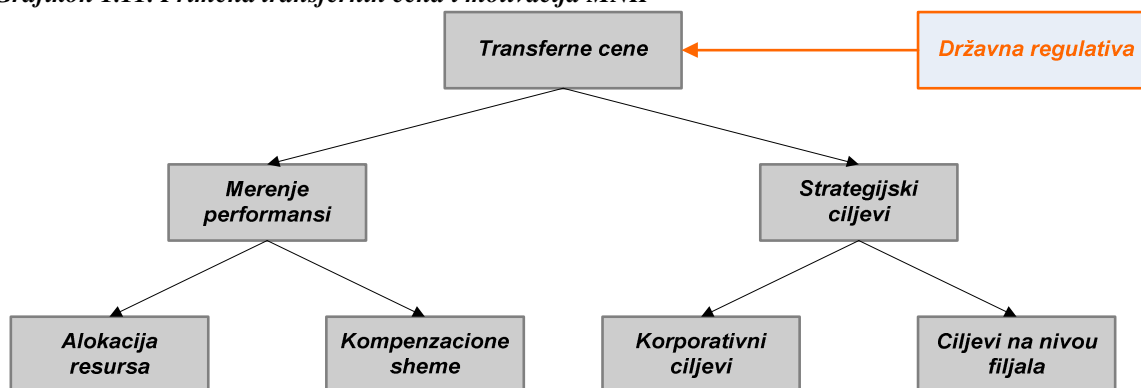
Sa grafikona 1.10. se vidi da politika transfernih cena utiče na veći broj odluka u samom preduzeću, ali i procesa na nacionalnom i globalnom nivou. Sa aspekta preduzeća politika i implementacija transfernih cena predstavljaju jednu od najtežih odluka koju menadžment mora da donese. Prema istraživanju koje je sproveo *Ernst & Young*, a u kome je učestvovalo 850 kompanija iz 24 države, pitanje transfernih cena za 39% ispitanika predstavlja najbitnije poresko pitanje.<sup>89</sup> U okviru istog istraživanja oko 90% ispitanika je navelo da transferne cene za njih predstavljaju važno ili veoma važno poresko pitanje. Ovakvi podaci uopšte nisu zanemarljivi ukoliko imamo u vidu da se primena transfernih cena nalazi pod strogom kontrolom državnih organa i da utiče na veći broj strategijskih ciljeva kompanije. Ekonomisti koji se bave transfernim cenama ističu da različiti poreski sistemi predstavljaju izvor imperfečnosti globalnog tržišta. MNK povezane u mrežu filijala poseduju sposobnost da primenom transfernih cena eksploatišu imperfečnost globalnog tržišta i na taj način kreiraju konkurentsku prednost u odnosu na uninacionalne

---

<sup>89</sup> Ernst & Young, 2008, Global transfer pricing survey 2007 – 2008, str. 10

kompanije.<sup>90</sup> Politika transfernih cena i korporativni motivi koji stoje iza nje najjednostavnije se mogu predstaviti grafikonom 1.11..

**Grafikon 1.11. Primena transfernih cena i motivacija MNK**



**Izvor:** Randelović Saša, Marković Dušan, Role of Transfer Pricing in Contemporary Business, *International Symposium, Economy and Business*, 2009, Sunny Beach, Bulgaria, str. 118-129

Transferne cene se u praksi koriste kao instrument za minimiziranje poreskog opterećenja na korporativnom nivou, za upravljanje tokovima gotovine na nivou grupe i za upravljanje deviznim i političkim rizikom. Pored korporativnih ciljeva, transferne cene se koriste i kao instrument kojim se ostvaruju ciljevi filijala, a koje imaju strateški značaj za ceo sistem. Primenom transfernih cena sredstva u okviru sistema se mogu usmeravati ka filijalama koje se nalaze pod pritiskom lokalne konkurencije ili kada je neophodno „subvencionisanje“ proizvoda sa kojim se nastoje postaviti granski standardi. Ovakvom primenom transfernih cena filijale MNK mogu postati predmet antidampinških istraga. Sa druge strane, primena transfernih cena utiče na performanse filijala u okviru sistema, čime se mogu značajno „zamagliti“ kriterijumi prilikom donošenja odluka o alokaciji resursa na pojedine filijale (kada one posluju kao profitni, a ne investicioni centri) i odluka o kompenzacijama menadžmenta. Kako bi se izbegli ovi nedostaci, naročito u vezi sa nagrađivanjem menadžmenta, pored standardnih finansijskih pokazatelja mnoge MNK uvode i nefinansijske pokazatelje performansi, kao što je *Lista usklađenih ciljeva*.<sup>91</sup>

<sup>90</sup> Eden Lorraine, Taxes, Transfer Pricing, and Multinational Enterprise, u Rugman Alan (editor), *International Business*, 2007, The Oxford Handbook, str. 594

<sup>91</sup> Zimmerman Jerold, EVA and Divisional Performance Measurement: Capture Synergies and Other Issues, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 10, No. 2, summer 1997, str. 98 - 109



Transferne cene predstavljaju moćan menadžerski alat kojim se može uticati na ostvarivanje kako korporativnih tako i ciljeva filijale.

U cilju kontrole obračuna i naplate poreza od filijala MNK državni organi insistiraju na transparentnosti i konzistentnosti u primeni transfernih cena. Da bi se ostvarilo „pravedno“ oporezivanje MNK državni organi zahtevaju da interne transakcije budu realno vrednovane. Radi realnog vrednovanja državni organi najčešće propisuju sledeće metode prilikom obračuna internih transakcija:<sup>92</sup>

- Metoda bazirana na tržišnim cenama
- Metod troškovi plus
- Metod uporednih profita
- Metod ponovne prodaje

MNK se ostavlja da same odaberu neku od ponuđenih metoda koje najviše doprinose ostvarenju poslovnih ciljeva. U praksi kontrola obračuna transfernih cena podrazumeva obimnu dokumentaciju, česte kontrole poreskih organa, stroge kazne i visoke „penale“ za nerealno obračunavanje transfernih cena. Kontrole su naročito česte i intenzivne kod grana koje se odlikuju intenzivnim transferom nematerijalne imovine (patenti, licence i sl.) u okviru sistema MNK. Najkrupniji slučaj kršenja regulative odnosi se na primenu transfernih cena u okviru *Glaxo Smith Cline* kompanije (farmaceutska industrija) u periodu od 1989. do 2000. godine. Nakon višegodišnjeg sudskog postupka kompanija je 2006. godine postigla poravnanje sa državnim organima SAD, pristavši da plati penale u vrednosti od 3.4 milijarde USD.

Da se ne bi našle na udaru državnih organa, a usled čestih nejasnoća u primeni propisanih metoda, kompanije masovno potpisuju sa državnim organima *Advanced Pricing Agreements*. Ovim ugovorima se detaljno definiše metod i način obračuna transfernih cena, najčešće na period od pet godina, koji će kompanije primenjivati, a državni organi pristaju da prihvate kao poresku osnovicu profit koji je iskazan primenom dogovorene metode. Koristi od primene ove metode za kompaniju se ogledaju u smanjenju rizika od eventualnih

---

<sup>92</sup> Randelović Saša, Marković Dušan, Role of Transfer Pricing in Contemporary Business, *International Symposium Economy and Business*, 2009, Sunny Beach, Bulgaria, str. 118-129

sudskih postupaka i kazni, pojednostavljenju eventualnih žalbi, smanjenju troškova pripremanja dokumentacije i olakšanom internom planiranju usled izvesnosti poreskog tretmana u budućnosti.

Razvoj MNK u poslednjih nekoliko decenija je u velikoj meri oblikovao i današnju ekonomsku realnost. U ovom periodu su nastale ili su se razvile velike MNK što je u pojedinim granama dovelo da stvaranja oligopolskih struktura. Istovremeno, polako nastaju i razvijaju se MNK iz zemalja u razvoju i tranzicionih država koje nastoje da se pozicioniraju na globalnom nivou. Dugo se verovalo da su najveće MNK „suviše velike da bi propale“, s obzirom na očekivani domino efekat, ali je globalna kriza razvejala ove nedoumice. Neke od najvećih kompanija iz automobilske i finansijske sektora su otišle u stečaj i pored državne pomoći i ekonomskog značaja koje su imale za ekonomiju matične države. U današnjem poslovnom ambijentu niko nije dovoljno jak i veliki da se bez njega ne može.

### **5. Samostalne i partnerske strategije kao reakcija MNK na novo poslovno okruženje**

Novi poslovni ambijent je kompanijama nametnuo imperativ da budu zastupljene širom sveta i koncentrišu veliki deo resursa na istraživanje novih tehnologija.<sup>93</sup> Istovremeno, oštra globalna konkurencija, pojavljivanje konkurenata sa novih geografskih područja, nestajanje granica između pojedinih industrija, konvergencija ukusa potrošača i skraćivanje životnog ciklusa proizvoda dovode do povećanog rizika poslovanja. U ovakvom okruženju ni najveće MNK ne mogu samostalno da odgovore na dva navedena imperativa tako da se sledeći citat može smatrati vizionarskim „strateška partnerstva su neophodna jer u 21. veku većina problema sa kojima se preduzeće suočava zahteva multidisciplinarna, multisektorska i višesložna znanja“.<sup>94</sup> U praksi međunarodna partnerstva nisu alternativa samostalnom investiranju već često predstavljaju komplemente u okviru korporativne strategije.

---

<sup>93</sup> Thomson A. Arthur, Strickland A.J. and Gamble E. Johny, 2002, *Creating and Executing Strategy*, McGraw Hill 14th edition, str. 143

<sup>94</sup> Lasker D. Roz, Weiss S. Elisa, Miller Rebecca, Partnership Synergy: A Practical Framework for Studying and Strengthening the Collaborative Advantage, *The Milbank Quarterly*, Vol. 79, No.2, 2001, str. 179-205

Internacionalizacija kroz međunarodne partnerske strategije se najčešće sprovodi u obliku zajedničkih ulaganja, koja podrazumevaju ulaganje kapitala, i strateških alijansi koje se odnose na stvaranje partnerskog odnosa na bazi udruživanja a bez ulaganja kapitala. Iako su motivi koji stoje iza strategijskih alijansi i zajedničkih ulaganja često slični, osnovna razlika proističe iz geografske pokrivenosti i vremenskog horizonta koji im je namenjen. U praksi strategijske alijanse podrazumevaju vremenski ogranične partnerske odnose, sa širim geografskim ciljevima, dok je kod zajedničkih ulaganja taj odnos suprotan.

Motivi koji stoje iza međunarodnih partnerskih strategija se najopštije mogu klasifikovati na sledeći način:<sup>95</sup> 1. upravljanje rizikom 2. sticanje novih i eksploatacija postojećih znanja 3. reakcija na konkurentske aktivnosti. Ovu podelu bi trebalo shvatiti kao krajnje okvirnu, a često iza međunarodnih zajedničkih ulaganja i strategijskih alijansi stoji kombinacija navedenih motiva.

U politički, institucionalno i ekonomski nestabilnim državama, pre svega tranzicionim i zemljama u razvoju, sa visokim stopama rasta, strateška partnerstva se javljaju kao privremeni supstitut i prvi korak ka samostalnim vidovima ulaganja. Primenom strateških partnerstava sa lokalnim kompanijama strani investitor značajno umanjuje verovatnoću nacionalizacije i ometanje poslovanja od strane državnih organa. Mreža kontakata i poslovnih odnosa koje lokalni partner poseduje omogućava povezivanje sa lokalnim stejkholderima i brže i lakše uklapanje u inostranu sredinu.<sup>96</sup> Posledica ovakvog pristupa je olakšano poslovanje na društveno odgovornim osnovama i sticanje imidža domaće kompanije. Iako se tokom poslednje dve decenije liberalizacijom propisa za strano ulaganje, davanjem domaćih garancija i potpisivanjem bilateralnih i multilateralnih garancija za strane investicije značajno promenio odnos prema stranim investitorima, strateška partnerstva kao instrument za upravljanje političkim rizikom nisu izgubila na značaju.

Krupne promene poslovnog okruženja, globalna konkurencija i tehničko-tehnološka otkrića doveli su do skraćivanja životnog ciklusa proizvoda što je nametnulo kompanijama

---

<sup>95</sup> Weston Fred, Siu Juan, Johnson Brian, 1997, *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance*, Prentice Hall, str. 417

<sup>96</sup> Iankova Elena and Katz Jan, Strategies for Political Risk Mediation by International Firms in Transition Economies: The Case of Bulgaria, *Journal of World Business*, Vol. 38, No. 3, 2003, str. 182 – 203

imperativ konstantnog unapređivanja svih aspekata poslovanja. Ovakvi postulati poslovanja drastično su se odrazili na rast troškova istraživanja i razvoja, naročito u tehnološki intenzivnim granama i granama kratkog životnog ciklusa (avio industrija, biotehnologija, telekomunikacije i sl.). Tokom 1930. godine troškovi istraživanja i razvoja aviona DC-3 iznosili su oko 3 miliona USD dok su troškovi istraživanja i razvoja Boinga 767, svega 70 godina kasnije, iznosili 1.5 milijardi USD.<sup>97</sup> Privođenje komercijalnoj upotrebi proizvoda zahteva multisektorska i multidisciplinarna znanja iz različitih oblasti. Samostalno angažovanje u traženju tržišnih rešenja dovodi do disperzije resursa na veći broj oblasti što značajno umanjuje mogućnost uspeha i uvećava troškove poslovanja. Specijalizacijom u oblastima u kojima se nalaze izvori konkurentске prednosti, a povezivanjem sa partnerima koji poseduju nedostajuće resurse, ostvaruje se značajna redukcija troškova i deli rizik komercijalnog neuspeha. U prilog ove tvrdnje govori podatak da kod strateških partnerstava kod kojih makar jedan partner potiče iz razvijene zemlje, kao glavni motiv preovlađuje razvoj novog proizvoda (37%), razvoj i proizvodnja novog proizvoda (16.8%), proizvodnja postojećeg proizvoda (23%) i ostali motivi.<sup>98</sup> Kombinovanjem resursa sa stranim partnerom kreiraju se novi resursi, uz podelu troškova i rizika, i eksploatišu postojeći resursi u većem stepenu tako da se ostvaruju efekti po osnovu ekonomije obima.

Poseban oblik strateških partnerstava se javlja kod oligopolskih struktura kada kompanije, uz prećutnu saglasnost ostalih konkurenata, ne preduzimaju agresivne poteze na tržištu međusobno usklađujući obim proizvodnje i cenu. Da bi ova strategija dala rezultate, moraju da postoje visoke barijere ulaska kako bi se sprečio dolazak novih konkurenata privučenih natprosečnim prinosima. Opasnost od ulaska u granu novih konkurenata tera postojeće konkurente da grade visoke barijere ulaska, što direktno narušava prećutne dogovore o cenama i obimu prodaje i dovodi do destabilizacije odnosa. Iako protivzakonit u većini modernih ekonomija, što za posledicu ima velike kazne, ovaj vid saradnje se u praksi često javlja, a u njega su involvirane i neke od najvećih MNK. U 2007. godini antimonopolska komisija je kaznila kompaniju *Heineken* sa 219 miliona EUR, *Bavariu* sa 23 miliona EUR i *Grolsch* sa 31 milion EUR zbog dogovaranja oko cene piva na tržištu

---

<sup>97</sup> Chowdhury Prabal Roy, Chowdhury Indrani Roy, Joint Venture Instability: A Life Cycle Approach, *Munich Personal Repec archive*, paper No. 1556, September 2007, str. 1 – 24

<sup>98</sup> Isto

Holandije. Tada najveći proizvođač piva *Inbev* nije sankcionisan iako je bio deo kartela jer je odigrao ulogu insajdera.<sup>99</sup> Osim kontrolisanja konkurencije, međunarodna strateška partnerstva mogu biti i posledica konkurentskih povezivanja u okviru grane. Kompanije reaguju međusobnim povezivanjem poslovnih operacija, na globalnom ili delu tržišta, na slične aktivnosti konkurenata. Tako je *Coca Cola* ušla u strateško partnerstvo sa *Danoneom* na tržištu flaširanih voda u SAD kao odgovor na povezivanje *Pepsi* i *Nestle*.<sup>100</sup>

Strateška partnerstva se odlikuju sa dva simultana procesa: 1. stvaranje vrednosti – kooperacija 2. podela stvorene vrednosti – konkurencija. Dugo su ova dva procesa analizirana odvojeno. Sa jedne strane imamo autore koji ističu potrebu za pravilnim izborom partnera, strukturiranjem odnosa, kreiranjem poverenja i deljenjem informacija, dok drugi kao uzrok nestabilnosti partnerskog odnosa vide „trku u sticanju znanja“. <sup>101</sup> Bez obzira na potencijalne koristi strateških partnerstva, empirijska istraživanja govore u prilog njihove nestabilnosti. Prema nekim istraživanjima oko 40% strateških partnerstava ne doprinese ostvarivanju postavljenih ciljeva, pri čemu je njihovo prosečno vreme trajanja 7 godina. Da bi se predupredili eventualni rizici i iskoristile prednosti kojima se odlikuju strateška partnerstva, najbolje je pratiti sledeće korake: 1. prilagođavanje 2. fokusiranje 3. vođenje 4. nadgledanje.<sup>102</sup>

U prvoj iteraciji kompanija se u zavisnosti od strategijskih ciljeva opredeljuje za interni rast, preuzimanje ili formiranje strateških partnerstava. Izbor opcije će se zasnivati na analizi organizacionih sposobnosti, raspoloživih resursa i eksternih efekata. Istraživanje koje je sproveo *KPMG International* je pokazalo da veliki broj kompanija pravi propuste u ovoj fazi tako da preuzima kompanije sa kojima je bilo svrsishodnije formirati strateško partnerstvo i obratno. Ukoliko se kompanija u ovoj fazi opredelila za strateško partnerstvo sledi fokusiranje na izbor partnera, uspostavljanje jasnih, merljivih i obostrano prihvatljivih ciljeva kao i obezbeđivanje posvećenosti top menadžmenta projektu. Odabrani partner mora raspolagati sa komplementarnim resursima i imati komplementarne ciljeve. Prilikom

---

<sup>99</sup> [www.euronews.net/index.php?page=accueil\\_eco&lng=1](http://www.euronews.net/index.php?page=accueil_eco&lng=1)

<sup>100</sup> Rakita Branko, 2006, *Međunarodni biznis i menadžment*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 230

<sup>101</sup> Ming Zeng, Managing the Cooperative Dilemma of Joint Ventures: The Role of Structural Factors, *Journal of International Management*, Vol. 9, No. 2, 2003, str. 95 - 113

<sup>102</sup> KPMG International, 2005, *Alliances and Joint Ventures, Fit, Focus and Follow Through*, str. 2, [www.kpmg.com/Services/Advisory/Other/JointVentures.htm](http://www.kpmg.com/Services/Advisory/Other/JointVentures.htm)

odabira partnera analizira se njegov odnos sa kupcima, dobavljačima, ostalim stejkholderima kao i istorija partnerskih odnosa kako bi se dobila potpuna slika o kredibilitetu. Iza uspešnih strateških partnerstava stoje jasno definisani ciljevi, kako kratkoročni tako i dugoročni. Jasno definisani ciljevi, kao i način merenja performansi predupređuju probleme prilikom deljenja stvorene vrednosti. Uključivanjem top menadžmenta partneru se šalje poruka o posvećenosti kompanije i važnosti koju projekat ima. Istovremeno se na ovaj način vrši stalni uvid u strateško partnerstvo i stiče mogućnost proaktivnog delovanja pre nego problemi eskaliraju. Za uspešno upravljanje strateškim partnerstvom neophodno je i uspostavljanje adekvatnog sistema upravljanja koji u velikoj meri zavisi od razlika u poslovnim i nacionalnim kulturama, kao i prioriteta koji svaki od partnera daje projektu. Ukoliko su u prethodnim fazama ciljevi i način merenja njihovog ostvarenja adekvatno postavljeni, kontrola projekta je znatno olakšana. U zavisnosti od potreba i stepena poverenja moguće je angažovanje i eksternih revizorskih kuća kako bi se proverio stepen ostvarenja finansijskih ciljeva. Bez obzira na iznetu šemu upravljanja nije moguće u potpunosti garantovati stabilnost u okviru strateškog partnerstva, ako ništa drugo ono usled izmene eksternih odnosa, zbog čega je neophodno posedovanje izlazne strategije.

Usled sve intenzivnijeg i dinamičnijeg povezivanja u mreže strateških partnerstava, kako velikih MNK međusobno tako i MNK sa manjim kompanijama inovatorima, u teoriji je velika pažnja posvećena reagovanju finansijskih tržišta na sklapanje ovakvih aranžmana. Jedno od istraživanja se bavilo reagovanjem finansijskih tržišta na formiranje zajedničkih ulaganja kompanija iz SAD i Kine, koja predstavlja jednu od najznačajnijih investicionih destinacija za kompanije iz SAD. Istraživanje je pratilo reakciju berzi u dva dana, dan pre i dan posle sklapanja zajedničkog ulaganja, na uzorku od 517 zajedničkih ulaganja. Rezultati su ukazali na statistički značajnu vezu između sklapanja zajedničkih ulaganja i rasta cena akcija, pri čemu su pozitivni efekti obrnuto srazmerni veličini investicije.<sup>103</sup> Dobijeni rezultati su u skladu sa teorijskim shvatanjima da internacionalizacija poslovanja dovodi do pozitivnih reakcija berzi. Budući da se ulaganje u Kinu i dalje smatra visokorizičnim usled kulturnih i institucionalnih specifičnosti, manje investicije su fleksibilnije i mogu

---

<sup>103</sup> Chen Haiyang, Hu Y. Michael, Shieh C.P. Joseph, The Wealth Effect of International Joint Ventures: The Case of US Investment in China, *Financial Management*, Vol. 20, No. 4, 1991, str. 31 - 41

predstavljati osnovu za dalju ekspanziju, zbog čega berze pozitivno reaguju na postepene korake prilikom internacionalizacije.

Drugo istraživanje koje se često citira u literaturi bavilo se reakcijama finansijskih tržišta na formiranje zajedničkih ulaganja na horizontalnoj i vertikalnoj osnovi. Studija koja je obuhvatila 191 zajedničko ulaganje, prateći kretanja cene akcija u periodu od dva dana (dan posle i dan pre), je kao i u prethodnom slučaju ukazala na pozitivnu korelaciju između sklapanja aranžmana i rasta cena akcija. Međutim, kod horizontalnih povezivanja rast cena akcija je zabeležen kod oba partnera, dok su kod vertikalnih povezivanja pozitivni efekti, odnosno iznadprosečni rast cena akcija, značajno veći kod dobavljača nego kod kupca.<sup>104</sup>

Uporedo sa ekspanzijom međunarodnih strateških partnerstava, koja su obeležila poslednje dve decenije, došlo je do nepravilnog, ali konstantnog, rasta samostalnih investicionih poduhvata u inostranstvu. Tabelom 1.12. prikazano je kretanje međunarodnih preuzimanja i *greenfield* projekata u periodu od 2004. do 2009. godine.

**Tabela 1.12. Samostalne investicije u inostranstvu u periodu 2004-09 godina\***

	Preuzimanja vrednosti preko milijardu USD				Broj greenfield projekata			
	Br. transakcija	% učešće	Vrednost transakcija u milijardama USD	% učešće	Razvijene zemlje	Zemlje u razvoju	Tranzicione zemlje	Ukupno
2004	111	1,5	291	51,5	4.664	4.847	711	10.222
2005	182	2,1	569	61,3	5.089	4.483	909	10.481
2006	215	2,4	711	63,6	6.089	5.310	776	12.175
2007	319	3,0	1197	70,4	6.195	4.975	758	11.928
2008	251	2,6	823	68,3	6.972	7.437	1.142	15.551
2009	40	1,2	171	67,2	1.528	1.631	204	3.363

\*U 2009. godini obuhvaćena su preuzimanja u prvoj polovini godine, dok se kod greenfield projekata podaci odnose na prvi kvartal

Izvor: UNCTAD, 2009, *World Investment Report*, str. 212 i str. 11

Kao što se vidi iz tabele 1.12. broj i vrednost tzv. „mega“ preuzimanja je rasla do kraja 2007. godine, da bi u 2008. godini, kada se pojavljuju prvi znaci globalne krize, došlo do pada. Trend opadanja kako broja tako i vrednosti mega preuzimanja nastavljen je i u 2009. godini. Rast „mega“ preuzimanja u periodu 2004. do 2007. godina posledica je „duvanja balona“ na finansijskim tržištima i optimizma investitora. U analiziranom periodu *greenfield* projekti su beležili postepen ali konstantan rast. Pad broja *greenfield* projekata je

<sup>104</sup> Houston Mark, Johnson Shane, A Re-examination of The Motives and Gains in Joint Ventures, *Journal of Financial Quantitative Analysis*, Vol. 35, No. 1, 2000, str. 67-85

zabeležen tek u 2009. godini, kada se kriza iz finansijskog preliva na realni sektor, što se objašnjava većom stabilnošću ovog vida investiranja u inostranstvo. Pojedina istraživanja ukazuju na vezu koja postoji između vrednosti i broja međunarodnih preuzimanja sa jedne i strateških partnerstava sa druge strane. Naime, po tim studijama stepen korelacije broja strateških partnerstava i međunarodnih preuzimanja na godišnjem nivou je izuzetno visok i iznosi 0.95.<sup>105</sup> Visok stepen korelacije se objašnjava time da na oba oblika investiranja u inostranstvu izuzetno veliki uticaj ima opšta investiciona klima i kretanja na finansijskim tržištima. Budući da su međunarodna strateška partnerstva realne alternative samostalnim investicionim strategijama u nastavku teksta će se komparativnom analizom utvrditi potencijalne prednosti i nedostaci svake od navedenih strategija.

Pitanje političke, regulativne i institucionalne stabilnosti je od suštinskog značaja za primenu investicionih strategija u inostranstvu. Kod država koje imaju rezervisan stav po pitanju priliva stranog kapitala preporučljivije je zajedničko u odnosu na samostalno investiranje sa domaćim kompanijama kako bi se lakše lokalizovale poslovne operacije i umanjio rizik nacionalizacije. U današnjem poslovnom ambijentu najveći broj država je zauzeo afirmativni stav prema stranom kapitalu, koji se ogleda u aktivnim merama na privlačenju velikih i respektabilnih stranih investitora. Ove mere se ogledaju u subvencionisanju novih radnih mesta, ustupanju zemljišta bez naknade, oslobođanju od plaćanja poreza i sl. Podsticaji ovog tipa su naročito česti kod krupnih *greenfield* projekata i zajedničkih ulaganja, koja podrazumevaju prelivanje nematerijalnih resursa na lokalnog partnera, u tehnološki intenzivnim granama.<sup>106</sup> Na drugoj strani sistem subvencija se najčešće ne primenjuje kod međunarodnih preuzimanja, tako da investitori koji se opredele za ovaj tip strategije mogu u najboljem slučaju da očekuju neutralan odnos državnih organa, ako ne i razne pritiske i uslovljavanja.

Pitanje posedovanja retkih i vrednih materijalnih i nematerijalnih resursa često opredeljuje odnos kompanije prema izboru optimalne investicione strane strategije u inostranstvu. *Greenfield* projekti, za razliku od zajedničkih ulaganja i preuzimanja, ne

---

<sup>105</sup> Weston Fred, Mitchell Mark, Mulhiren Harold, 2004, *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance*, Prentice Hall, str. 358

<sup>106</sup> Baughn C. Christofer, Denekamp G. Johannes, Stevens H. John and Osborn N. Richard, Protecting Intellectual Capital in International Alliances, *Journal of World Business*, Vol. 32, No. 2, 1997, str. 103-117



omogućavaju pristup resursima drugih kompanija. U ovom slučaju investitor se svesno opredelio da interno generiše neophodne resurse. Sa druge strane, kod zajedničkih ulaganja, kod kojih postoji udruživanje resursa, postavlja se pitanje da li će partner omogućiti slobodno korišćenje nedostajućih resursa i kako zaštititi sopstvene resurse koji su izvor konkurentne prednosti. Međunarodna preuzimanja ne poznaju ovaj tip problema jer se preuzeti resursi ne dele, ali ona imaju svoje specifičnosti. Problem je kako u postakvizicionom periodu odvojiti neophodne od suvišnih resursa. Rešavanje problema je dodatno otežano kada kod investitora i preuzete kompanije postoji preklapanje funkcija i kada preuzeta kompanija predstavlja čvrstu centralizovanu strukturu koja se ne bazira na divizionalnoj organizaciji.<sup>107</sup> Postojanje ovakve organizacione strukture otežava dezinvestiranje iz nepotrebnih resursa i kasnije restrukturiranje.

Posedovanje jedinstvenog tehnološkog rešenja favorizuje investiranje u formi *greenfield* projekta. Naime, zajedničko ulaganje sa lokalnim partnerom otvara mogućnost da se kroz nekontrolisano prelivanje resursa kreira konkurent u budućnosti, dok kod preuzimanja usled neadekvatne opreme, tehnologije i znanja zaposlenih, posledica može biti usporavanja operacionalizacije projekta. Jedno od empirijskih istraživanja koje se bavilo istraživanjem ove problematike odnosi se i na izbor investicionih strategija kod japanskih kompanija na tržištu SAD. Rezultati su potkrepili teorijske pretpostavke da kompanije sa jedinstvenim tehnološkim rešenjima preferiraju *greenfield* investicije, dok kompanije koje ne poseduju takva rešenja nastoje da preuzimanjima stignu do njih.<sup>108</sup>

U literaturi je često obrađivan uticaj lokalne tržišne strukture na izbor investicione strategije u inostranstvu. Opšte je slaganje da se međunarodna preuzimanja u odnosu na *greenfield* i zajednička ulaganja mnogo brže realizuju, čime se postiže brži pristup tržištu. Pored toga međunarodna preuzimanja ne dovode do kreiranja dodatnih kapaciteta i povećanja stepena konkurencije, već suprotno, dok zajednička ulaganja i *greenfield* projekti

---

<sup>107</sup> Duarte Lopez Kristina, Garsia Canal Esteban, The Choice Between Joint Ventures and Acquisitions in Foreign Direct Investments: The Role of Partial Acquisitions and Accrued Experience, *International Business Review*, Vol. 46, No. 1, 2004, str. 39 - 58

<sup>108</sup> Francois Jean Hennart, Park Young Ryoel, Greenfield vs. Acquisition: The Strategy of Japanese Investors in the United States, *Management Science*, Vol. 39, No.9, 1993, str. 1054-1070

uvećavaju instalirane kapacitete i stepen konkurencije.<sup>109</sup> Empirijska istraživanja koja su se bavila odnosom stepena konkurencije i odabirom investicione strategije dokazala su da je *greenfield* optimalna strategija u slučaju kada je stepen konkurencije izuzetno visok ili nizak, dok je u slučaju srednjeg stepena konkurencije to međunarodno preuzimanje.<sup>110</sup> Iako izgleda paradoksalno, *greenfield* je optimalniji u slučaju visokog stepena konkurencije jer visok stepen konkurencije zahteva od novih konkurenata specifična tehnološka rešenja, a što je karakteristično za ovaj tip projekata.

Snažan napredak u oblasti telekomunikacionih tehnologija i transporta, kao i liberalizacija kretanja ljudi, robe, usluga i kapitala stvorili su ambijent u kome kulturne razlike postepeno gube na oštini. Češća i intenzivnija izloženost kulturološkim specifičnostima iz inostranstva dovodi do postepene konvergencije nacionalnih kultura. Pored pojedinih stavova da će konvergencija u bliskoj budućnosti dovesti do unificiranja nacionalnih kultura, većina autora zastupa stav da će i u budućnosti kultura predstavljati jednu od glavnih barijera u primeni globalnih marketinških strategija. Kulturološke razlike svoj uticaj ispoljavaju između ostalog i pri odabiru optimalne investicione strategije u inostranstvu. Ukoliko su kulturološke razlike između matične i zemlje domaćina izražene ili kompanija poseduje specifičnu organizacionu kulturu, preferiraće *greenfield* projekte i zajednička ulaganja u odnosu na međunarodna preuzimanja.<sup>111</sup> Kod *greenfield* projekata postoji puna sloboda, ali i neophodno vreme, u uspostavljanju korporativne kulture. Sa druge strane, kod izraženih kulturoloških razlika zajedničko ulaganje sa lokalnim partnerom je celishodnije budući da će lokalni partner lakše ukazati na kulturološke jazove i načine njihovog prevazilaženja. Kod međunarodnih preuzimanja, kao što će se videti u nastavku, neophodno je skratiti vreme i redukovati troškove postakvizicionog procesa, što je značajno otežano u uslovima izraženih kulturoloških razlika i razlika između korporativnih kultura. Prevazilaženje problema skraćivanja vremena ali na teret redukcije

---

<sup>109</sup> Buckley J. Peter, Casson C. Mark, Analyzing Foreign Market Entry Strategies: Extending the Internalization Approach, *Journal of International Business Studies*, Vol. 29, No. 3, 1998, str. 539-561

<sup>110</sup> Müller Thomas, Analyzing Modes of Foreign Entry: Greenfield Investment versus Acquisition, *Review of International Economics*, Vol. 15, No. 1, 2007, str. 93 - 111

<sup>111</sup> Kogut Bruce, Singh Harbir, The Effect of National Culture on The Choice of Entry Mode, *Journal of International Business Studies*, Vol. 19, No. 1, 1988, str. 411-432

troškova, može se ostvariti uz angažovanje eksternih konsultanata sa lokalnim znanjima iz oblasti ljudskih resursa.

U slučaju savršenog funkcionisanja tržišta imovina bi menjala titulare u skladu sa načelom efikasnosti, odnosno efektima od njenog korišćenja. Ovaj hipotetički slučaj u praksi ne funkcioniše usled postojanja transakcionih troškova, asimetričnosti u informacijama i agencijskog problema.<sup>112</sup> Izbor adekvatne investicione strategije u inostranstvu je suviše složeno i značajno pitanje za kompanije da bi se odluka o njemu donosila na bazi jednog ili ograničenog broja faktora. Donošenju odluke prethodi detaljna analiza celokupnih internih i eksternih faktora, a zatim njihovo adekvatno vrednovanje. Treba napomenuti da često eksterni uslovi ograničavaju izbor određene investicione strategije (nepostojanje adekvatnog partnera ili kompanije za preuzimanje, pravna i politička ograničenja i sl.). Empirijska istraživanja su pokazala da kompanije biraju investicione strategije u inostranstvu u zavisnosti od mogućnosti korišćenja prethodno stečenog pozitivnog iskustva u sličnim situacijama, nastojeći da ostvare racionalizaciju po osnovu krive iskustva.<sup>113</sup> Jednom doneta odluka o izboru investicione strategije nije stalna, što se naročito odnosi na partnerske investicione strategije. U praksi su zabeleženi brojni slučajevi u kojima strategijske alijanse i zajednička ulaganja nakon nekog vremena prerastaju u preuzimanja. Teorijski radovi koji su se bavili ovom problematikom su ukazali da prethodni partnerski odnosi pozitivno utiču na performanse kompanije nakon preuzimanja.<sup>114</sup> Naime, prethodne informacije o partneru, uspostavljeni dugoročni odnosi i zajedničko kreiranje resursa značajno olakšavaju odabir mete za preuzimanje, vrednovanje i kasnije integrisanje u jedinstveni sistem. U novom poslovnom okruženju partnerske i samostalne investicione strategije predstavljaju realne i ravnopravne alternative, a odabir će u velikoj meri zavisiti od specifičnosti internih faktora kompanije, a manje od eksternih ograničenja.

---

<sup>112</sup> Rossi Stefano, Volpin F. Paolo, Cross – Country Determinants of Mergers and Acquisition, *Journal of Financial Economics*, Vol. 74, No. 2, 2004, str. 277-304

<sup>113</sup> Chang Sea-Jin, Rosenzweig M. Philip, The Choice of Entry Mode in Sequential Foreign Direct Investment, *Strategic Management Journal*, Vol. 22, No. 8, 2001, str. 747-776

<sup>114</sup> Porrini Patrizica, Can a Previous Alliance Between an Acquirer and a Target Affect Acquisition Performance?, *Journal of Management*, Vol. 30, No. 4, 2004, str. 545 - 562

***IMPLEMENTACIJA STRATEGIJE  
MEĐUNARODNIH PREUZIMANJA U  
TRANZICIONIM ZEMLJAMA***

## ***II Implementacija strategije međunarodnih preuzimanja u tranzicionim zemljama***

U prvom poglavlju rada detaljno je ukazano na promene poslovnog ambijenta koje su dovele do kreiranja novih tržišta i izazova za MNK. Reakcija kompanija na novo poslovno okruženje je internacionalizacija poslovnih operacija u cilju korišćenja ukazanih prilika i disperzije rizika. Tranzicione zemlje predstavljaju grupu zemalja koje su do pre dve decenije bile delimično ili u potpunosti nedostupne krupnim MNK. Po otvaranju tržišta državni organi su preduzeli mere u cilju stvaranja podsticajnog ambijenta za priliv stranog kapitala, koji je suštinski važan za proces tranzicije. U početnim fazama ovog procesa priliv stranog kapitala se najčešće ostvaruje kroz privatizaciju državnih i društvenih kompanija.

Međunarodna preuzimanja predstavljaju jednu od najsloženijih strategija, a na kompleksnosti dobijaju ukoliko se sprovode u tranzicionim zemljama koje još uvek ne poseduju uporediv institucionalni ambijent sa razvijenim ekonomijama. Stoga proces preuzimanja u tranzicionim privredama obuhvata tri sukcesivna procesa: analizu okruženja, dijagnostikovanje i vrednovanje subjekta preuzimanja, i restrukturiranje i integrisanje u postojeći sistem. S obzirom na ekonomsku, političku i institucionalnu nestabilnost tranzicionih zemalja, neophodna je detaljna analiza poslovnog ambijenta, potencijalnih koristi i nedostataka pionirskog ulaska na ova tržišta. Nakon ove faze, potrebno je odabrati adekvatnu kompaniju za preuzimanje, pri čemu je izbor veoma sužen, i dijagnostikovati njeno stanje, što otežava nerazvijeni sistem finansijskog izveštavanja i finansijskih tržišta. Po dijagnostikovanju stanja prelazi se na proces vrednovanja, koji je opterećen nerazvijenošću finansijskih tržišta, nestabilnošću ekonomskih prilika i nepostojanjem stručnjaka iz ove oblasti. Ukoliko su prethodna dva procesa adekvatno sprovedena može se preći na pregovaranje i zatvaranje finansijskog dela transakcije. Ovim proces preuzimanja nije završen jer je neophodno restrukturirati i poslovno osposobiti preuzetu kompaniju. Budući da su u većini slučajeva, naročito u procesu privatizacije, preuzete kompanije zapuštene brzina i stepen izvršenih promena su od suštinskog značaja.

### ***1. Analiza okruženja i upravljanje rizikom prilikom poslovanja u tranzicionim privredama***

Tranzicija od centralno planskog ka tržišnom modelu privređivanja u istočno evropskim zemljama otvorila je mogućnost da se preko 300 miliona ljudi integriše u globalne ekonomske tokove. Nisu sve zemlje koje su početkom 90-ih godina prošloga veka napustile centralno planski sistem privređivanja podjednako uspešne u ovom procesu, mada se može reći da u početnim fazama sve imaju slične karakteristike. Postizanje makroekonomske stabilnosti kao preduslova za eksterno finansiranje nije u svim zemljama ostvareno u podjednakoj meri. Politički i ekonomski „šokovi“ u velikoj meri utiču na neizvesnost i rizik poslovanja kako inostranih tako i domaćih kompanija. Sa druge strane, razvoj tržišnih institucija, koje bi trebalo da budu osnova za efektivno korporativno upravljanje, u velikoj meri se razlikuje između zemalja, a u pojedinim zemljama je njihov razvoj usporen ili čak stopiran.<sup>115</sup> Za potrebe kreiranja investicione strategije ulaska na tranziciono tržište inostrane kompanije u obzir moraju uzeti makroekonomske, političke i institucionalne elemente investicionog ambijenta.

Prilikom poslovanja u inostranstvu MNK se susreću sa različitim makroekonomskim ambijentom po pojedinim zemljama (inflacija, rast GDP, spoljni dug, platni bilans i sl.). Investiranje u makroekonomski nestabilnim zemljama skopčano je sa povišenim rizikom poslovanja. Zemlje koje uspeju da obezbede makroekonomsku stabilnost mogu očekivati značajniji priliv dugoročnog a ne špekulativnog kapitala.<sup>116</sup> Usled iznetog analiza makroekonomskih pokazatelja predstavlja preliminarnu fazu u izboru investicione lokacije. Ova faza bi trebalo da ukaže na potencijalnu nestabilnost lokalne ekonomije i ekonomske šokove (Rusija 1998. i zemlje Baltika 2008. godine) koji investicione projekte u srednjem roku mogu da učine nerentabilnim. Tabelom 2.1. su prikazani makroekonomski pokazatelji u periodu od 2006-09. godine za tranzicione zemlje koje su uporedive sa Srbijom.

---

<sup>115</sup> Hoskisson E. Robert, Lorraine Eden, Chung Ming Lau, Mike Wright, Strategy in Emerging Economies, *Academy of Management Journal*, Vol. 43, No. 3, 2000, str. 249 - 267

<sup>116</sup> Baniak Andrzej, Cukrowski Jacek, Herczynski Jan, On the Determinants of Foreign Direct Investment in Transition Economies, *Problems of Economic Transition*, Vol. 48, No. 2, Jun 2005, str. 6-28

**Tabela 2.1. Makroekonomski pokazatelji tranzicionih zemalja**

	Bugarska				Hrvatska				Makedonija			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Rast GDP %	6.3	6.2	6.0	-6.0	4.7	5.5	2.4	-5.4	4.0	5.9	4.9	-1.6
Inflacija	7.3	8.4	12.3	2.6	3.2	2.9	6.1	2.5	3.2	2.3	8.3	-0.4
Deficit budžeta % GDP	3.3	3.5	3.0	-0.1	-3.1	-2.5	-1.4	-3.3	-0.5	0.6	-1.0	-2.8
GDP per capita (USD)	4,111	5,204	6,561	6,211	11,041	13,197	15,608	14,950	3,119	3,868	4,633	4,520
Spoljni dug/GDP	86.0	107.6	103.5	na	74.9	77.6	82.4	na	51.5	52.5	49.1	na
Spoljni dug/izvoz	133.5	169.7	168.8	na	172.2	181.2	197.2	na	109.6	105.4	102.4	na
	Mađarska				Rumunija				Srbija			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Rast GDP %	4.0	1.2	0.6	-6.5	7.9	6.0	7.1	-8.0	5.5	6.9	5.4	-4.0
Inflacija	3.9	8.0	6.1	4.5	6.9	4.8	7.9	5.3	12.7	6.7	11.7	8.3
Deficit budžeta % GDP	-9.3	-4.9	-3.4	-3.9	-1.6	-3.1	-4.9	-7.3	-1.6	-1.9	-2.4	-4.5
GDP per capita (USD)	11,215	13,785	15,382	14,923	5,651	7,636	9,246	8,153	3,953	5,393	6,774	6,201
Spoljni dug/GDP	90.5	96.8	114.4	na	42.9	48.5	49.0	na	66.1	64.9	60.4	na
Spoljni dug/izvoz	118.0	121.6	140.5	na	133.4	158.9	190.0	na	223.7	220.1	204.9	na

Izvor: <http://www.ebrd.com/pages/research/analysis/forecasts.shtml>

Podaci ukazuju da su analizirane zemlje u periodu od 2006-08. godine ostvarivale relativno visoke stope rasta, što se odražavalo i na rast GDP per capita. Međutim, efekti svetske ekonomske krize, koji su u ovim zemljama počeli da se osećaju već krajem 2008. godine, reflektovali su se kroz negativne stopa rasta GDP u 2009. godini. Stope inflacije su kod pojedinih zemalja bile relativno visoke, mada ne na zabrinjavajućem nivou. Slične tendencije se mogu primetiti i prilikom analize deficita budžeta, izuzev u Rumuniji 2009. godine i Mađarskoj 2006. godine. Praćene zemlje nisu izvozno konkurentne zbog čega su u analiziranom periodu ostvarivale visoke deficite tekućeg dela platnog bilansa, a koji su se finansirali zaduživanjem u inostranstvu i prilivom stranih investicija. Forsirani model razvoja kod ovih zemalja se zasnivao na trgovinskoj i finansijskoj integraciji sa zemljama Zapadne Evrope. Svetska ekonomska kriza nije dovela u pitanje pozitivne efekte trgovinske integracije, ali je u velikoj meri dovela do preispitivanja modela finansiranja koji se zasniva na prilivu stranog kapitala. Empirijske analize pokazuju da brzorastuće ekonomije koje se finansiraju stranim kapitalom u proseku beleže manje stope rasta od onih koje se finansiraju rastom domaće štednje.<sup>117</sup> Široko je prihvaćeno mišljenje da ekspanzivno strano finansiranje dovodi do rasta odobrenih kredita, zaduživanja u stranim valutama, rasta privatnog spoljnog duga što je region učinilo veoma ranjivim na eksterne šokove. S obzirom na smanjeni priliv stranog kapitala, usled ekonomske krize, tranzicione zemlje

<sup>117</sup> EBRD, 2010, *Transition Report*, str. 62

moraju predstaviti novi model razvoja koji će se pored privlačenja stranog kapitala zasnivati na rastu izvoza i domaće štednje. Novi model razvoja podrazumeva značajnu redukciju budžetskih rashoda što može dovesti do socijalnih i političkih napetosti, koje su imanentne za tranzicioni proces.<sup>118</sup>

Promene u političkom i socijalnom okruženju su neminovnost, čega su svesni kako domaći tako i strani investitori. Radikalne i promene čiji se ishodi mogu teško predvideti, stvaraju dozu neizvesnosti i nesigurnosti, čime direktno utiču na odluke o investiranju.<sup>119</sup> Za potrebe odabira investicione lokacije strani investitori se u velikoj meri oslanjaju na publikacije i podatke koje izdaju specijalizovane konsultantske kuće za merenje i praćenje političkog rizika u pojedinim zemljama. Najznačajnije publikacije ovog tipa su *International Country Risk Guide* koji izdaje *Political Risk Services of East Syracuse* i *Country risk* koji izdaje *Economist Intelligence Unit's*, zavisno preduzeće *Economista*. Pored ovih agencija pojedine konsultantske kompanije, međunarodne organizacije i kompanije specijalizovane za osiguranje inostranih investicija i izvoza izdaju publikacije o političkom i socijalnom riziku zemalja. Među njima se izdvaja Svetska Banka koja od 1998. godine izdaje publikaciju pod nazivom *World governance indicators*. Publikacija obuhvata šest dimenzija političkog i socijalnog rizika za 212 zemalja. U izveštaju se nalaze sledeće dimenzije: uticaj glasača na vladu, politička stabilnost, efikasnost državne uprave, kvalitet regulative, vladavina prava i stepen korupcije.<sup>120</sup> Indikatori dimenzija se izračunavaju na bazi intervjua sa kompanijama i ekspertima, kako iz razvijenih tako i iz zemalja u razvoju, podataka dobijenih od naučnih instituta, nevladinih organizacija i međunarodnih institucija. Vrednost indikatora se kreće u rasponu od 0 do 100 pri čemu viša vrednost indikatora predstavlja niži nivo političkog rizika. Tabelom 2.2. su prikazani indikatori političkog rizika za već analizirane zemlje.

---

<sup>118</sup> Smanjenja budžetskih izdataka, u cilju minimiziranja efekata svetske ekonomske krize, izazvala su socijalne proteste i političke sukobe u Mađarskoj, Rumuniji i Grčkoj.

<sup>119</sup> Rakita Branko, Marković Dušan, Upravljanje socio-političkim rizikom, lokalizacijom poslovanja i marketinga u inostranstvu, *Ekonomске teme*, 2010/1, str. 41-58

<sup>120</sup> [http://info.worldbank.org/governance/wgi/sc\\_country.asp](http://info.worldbank.org/governance/wgi/sc_country.asp)



**Tabela 2.2. Dimenzije političkog rizika za pojedine tranzicione zemlje u periodu 2006-08.**

Dimenzije političkog rizika	God	Bugarska	Hrvatska	Mađarska	Makedonija	Rumunija	Srbija
		0-100	0-100	0-100	0-100	0-100	0-100
Uticao glasača na vladu	2008	67,31	62,50	80,77	52,88	60,58	57,21
	2009	63,03	64,45	75,36	52,61	60,19	56,87
	2010	62,56	60,66	74,88	52,61	61,14	56,40
Politička stabilnost	2008	57,69	66,83	70,67	33,17	50,96	27,40
	2009	58,29	67,77	65,88	35,07	57,82	28,91
	2010	57,55	66,98	71,23	29,25	54,72	31,60
Efikasnost državne uprave	2008	52,91	71,36	75,24	53,88	45,63	47,09
	2009	57,89	70,81	73,68	52,15	47,37	51,67
	2010	56,46	70,33	71,77	48,33	50,24	51,20
Kvalitet regulative	2008	72,33	65,53	86,89	57,28	67,48	46,60
	2009	70,81	69,86	82,78	58,85	71,77	51,20
	2010	71,77	70,33	81,82	59,33	74,16	52,63
Vladavina prava	2008	50,00	55,77	75,96	42,31	53,85	37,02
	2009	54,03	58,77	72,51	46,45	55,45	42,18
	2010	53,08	60,66	72,99	46,92	56,40	43,13
Stepen korupcije	2008	48,06	59,22	70,39	51,94	55,83	49,51
	2009	51,67	58,37	70,33	55,98	51,20	52,15
	2010	52,15	59,33	66,51	56,46	53,59	51,67

Izvor: <http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.asp>

Podaci iz tabele 2.2. pokazuju da se zemlje koje su već članice EU (Mađarska, Rumunija i Bugarska) ili je izvesno da će to postati u skorijoj budućnosti (Hrvatska), gotovo po pravilu, odlikuju nižim nivoom političkog rizika po osnovu svih šest dimenzija. Empirijska istraživanja u kojima su analizirane SDI u tranzicionim zemljama su potvrdila da na priliv stranog kapitala značajno utiče priključenje ili najava priključenja EU, dok nivo političkog rizika nema skoro nikakav efekat. Ovaj po malo začuđujući zaključak se objašnjava time da investitori očekuju, na srednji rok, pad političkog rizika u zemljama koje su postale članice EU ili će to uskoro postati.<sup>121</sup>

Šireći poslovne operacije van nacionalnih granica kompanije dolaze u kontakt sa investicionim okruženjima koja se razlikuju po institucionalnim kapacitetima. Stepem institucionalnog razvoja, koji u velikoj meri opredeljuje stepen i način konkurencije, se značajno razlikuje i između pojedinih visokorazvijenih zemalja. Međutim, uticaj institucija i njihov značaj je posebno specifičan u tranzicionim zemljama, koje počev od 90-ih godina prošloga veka u potpunosti rekonfiguriraju postojeće i uvode nove formalne i neformalne institucije.<sup>122</sup> Za tranzicione zemlje je razvijanje novih institucija podjednako bitno kao i

<sup>121</sup> Bevan Alan, Estrin Saul, The Determinants of Foreign Investment into European Transition Economies, *Journal of Comparative Economics*, Vol. 32. No. 4, 2004, str. 775-787

<sup>122</sup> Bevan Alan, Estrin Saul, Meyer Klaus, Foreign Investment Location and Institutional Development in Transition Economies, *International Business Review*, Vol. 13, No. 1, February 2004, str. 43-64

ostvarivanje standardnih makroekonomskih ciljeva, pri čemu stepen razvoja institucija stvara neophodne pretpostavke za postizanje makroekonomske stabilnosti.<sup>123</sup> Sa druge strane, stepen razvoja institucija u tzv. brzorastućim ekonomijama, kako formalnih tako i neformalnih, za koje se u literaturi često koristi izraz “pravila igre”, u velikoj meri opredeljuju strategiju i performanse domaćih i stranih kompanija.<sup>124</sup> Postoji nekoliko razloga zašto stepen razvoja institucija utiče na kreiranje strategije ulaska na inostrano tržište i ostvarene performanse: 1. institucije utiču na nivo produktivnosti 2. nerazvijene institucije dovode do dodatnih troškova 3. usled značajnih fiksnih troškova strani investitori su veoma osetljivi na bilo koji oblik neizvesnosti uključujući i onu koja proističe iz neefikasnosti institucija.<sup>125</sup> Uviđajući rastući značaj institucija konsultantske kuće i međunarodne organizacije su počele da objavljuju specijalizovane publikacije koje analiziraju stepen razvoja institucija u pojedinim zemljama. Među njima se naročito izdvaja *Doing business* koji izdaje Svetska Banka. Publikacija rangira zemlje po stepenu razvoja institucija jednim zbirnim indeksom, *Ease of Doing Business*, i deset podindeksa. Tabelom 2.3. je prikazan rang već analiziranih država u 2011. i 2012. godini.

---

<sup>123</sup> Stiglitz E. Joseph, Whither Reform? Ten years of the Transition, *World Bank Annual Bank Conference on Development Economics*, April 1999, str. 1-34

<sup>124</sup> Peng Mike, Wang YL Denis, Jiang YI, An Institution Based View of International Business Strategy: A Focus on Emerging Markets, *Journal of International Business Studies*, Vol. 39, No.5, 2008, str. 920 - 936

<sup>125</sup> Benassy Quere Agnes, Maylis Coupet, Thierry Mayer, *Institutional Determinants of Foreign Direct Investment*, Working Paper, CEPII, 2005-05, str. 1-30

**Tabela 2.3. Rangiranje tranzicionih država na bazi Doing Business publikacije**

	Bugarska		Hrvatska		Mađarska		Makedonija		Rumunija		Srbija	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
Lakoća poslovanja	57	59	79	80	46	51	34	22	65	72	88	92
Otpočinjanje poslovanja	43	49	57	67	37	39	5	6	31	63	81	92
Dobijanje građevinskih dozvola	125	128	142	143	56	55	147	61	122	123	174	175
Priključak na električnu mrežu	134	133	56	56	100	103	119	121	164	165	77	79
Registrowanje vlasništva	63	66	104	102	42	43	67	49	64	70	98	39
Dobijanje kredita	8	8	64	48	37	48	45	24	8	8	21	24
Zaštita investitora	44	46	131	133	120	122	16	17	44	46	74	79
Obračun i plaćanje poreza	72	69	30	32	113	117	24	26	151	154	140	143
Međunarodna trgovina	97	91	99	100	77	74	70	67	49	72	78	79
Izvršenje ugovornih obaveza	90	87	47	48	20	19	65	60	54	56	94	104
Rešenje stečajnog postupka	88	90	94	94	66	66	55	55	109	97	91	113

Izvor: <http://www.doingbusiness.org/custom-query>

Zajednička karakteristika za većinu analiziranih zemalja je da se izuzetno nisko kotiraju kada je u pitanju lakoća dobijanja građevinskih dozvola, priključak na električnu mrežu i izvršenje ugovornih obaveza. Efikasnost u dobijanju građevinskih dozvola i priključak na električnu mrežu je od suštinskog značaja za privlačenje SDI u obliku *greenfield* i *brownfield* projekata. Analizirane zemlje se nalaze u završnim fazama tranzicije, skoro u potpunosti završen proces privatizacije, zbog čega će njihov dalji razvoj u velikoj meri zavisiti od priliva SDI u obliku *greenfield* i *brownfield* projekata. Da bi pospešile priliv SDI u ovom obliku, neophodno je da značajno unaprede efikasnost procesa dobijanja građevinskih dozvola koji je izuzetno komplikovan, vremenski intenzivan i skup. Respektabilni i dugoročno orjentisani strani investitori po pravilu ne gledaju blagonaklono na neizvesnosti zbog čega prilikom rangiranja lokacija prema atraktivnost poseban akcenat stavljaju na efikasnost sudskog sistema i ispunjenje ugovornih obaveza. Navedene tranzicione zemlje, izuzev Mađarske, se ne mogu pohvaliti efikasnošću institucija kada je u pitanju izvršenje ugovornih obaveza, što može da predstavlja objektivnu prepreku značajnijem prilivu stranih investicija.

Navedene institucionalne barijere se radi dobijanja objektivne slike moraju posmatrati u kontekstu tekuće ekonomske krize i njenog uticaja na institucionalne reforme i unapređenje investicionog ambijenta. Ekonomske krize često predstavljaju „okidač“ za

političke i ekonomske promene, usled neodrživosti postojećeg stanja. Stepem i intenzitet promena će u velikoj meri zavisiti od jačine ekonomske krize, jačine institucija, nacionalne kohezije, eksternih faktora i odgovornosti postojećih institucija za nastanak krize. Globalna ekonomska kriza nije dovela do antireformskih mera u tranzicionim zemljama, već do njihovog usporavanja ili stopiranja. Postoje barem tri razloga zašto je u periodu krize došlo do stopiranja institucionalnih reformi:<sup>126</sup> 1. državne mere su uglavnom usmerene na otklanjanja posledica krize, tako da nije bilo ni vremena ni resursa za sprovođenje institucionalnih reformi 2. mnoge reforme su u kratkom roku „bolne“, iako na dugi rok donose korist, tako da period svetske ekonomske krize nije pravo vreme za njihovu implementaciju 3. pojedine reforme, kao što je privatizacija, ne zavise samo od aktivnosti državnih organa već i od eksternih uslova, koji nisu povoljni u vreme ekonomske krize.

Navedeni institucionalni kontekst se u velikoj meri razlikuje od onog koji postoji u razvijenim zemljama, stoga strani investitori moraju sa velikom pažnjom prići planiranju i implementaciji strategije ulaska na tranziciona tržišta. Međutim, iako je uloga institucija u kreiranju poslovnog ambijenta neosporna, strani investitori u praksi pažnju pre svega poklanjaju perspektivama rasta tržišta u velikoj meri zanemarujući uticaj „mekih“ elemenata kao što su institucije. Na osnovu istraživanja koje je sprovedla kompanija McKinsey, a u kome je učestvovalo 9,759 top menadžera kompanija iz SAD, 61% ispitanika je izjavilo da odluku o ulasku na novo tržište donose na bazi veličine i rasta tržišta. Sa druge strane, svega 17% ispitanika je navelo političku i ekonomsku stabilnost kao dominantan faktor u odabiru investicione lokacije, dok je 13% ispitanika navelo stepen razvoja institucija.<sup>127</sup> Ovi podaci su u skladu sa podacima AICIPA (*American Institute of Certified Public Accountants*) koji pokazuju da 84% kompanija ne uzima u obzir socijalni i politički rizik prilikom analize profitabilnosti projekata u inostranstvu.<sup>128</sup> Odnos stranih investitora prema političkom i socijalnom riziku se objašnjava time da se oni relativno

---

<sup>126</sup> EBRD, 2010, *Transition Report*, str. 3

<sup>127</sup> Khanna Tarun, Palepu G. Krishna, Sinha Jayant, Strategies That Fit Emerging Markets, *Harvard Business Review*, Vol. 83, No. 6, Jun 2005, str. 63-77

<sup>128</sup> Bekefi Tamara, Epstein J. Marc, Measuring and Managing Social and Political Risk, *Strategic Finance*, Vol. 89, No. 8, February 2008, str 33 - 41

teško kvantifikuju i uključuju u obračun diskontne stope prilikom projektovanja neto gotovinskog toka investicionog projekta u inostranstvu.

Prelazak sa centralno planskog na tržišni sistem privređivanja otvorio je mnoga do tada zatvorena tržišta za strane investitore. Međutim, poslovne prilike su usko povezane sa poslovnim ambijentom koji u velikoj meri odstupa od onog koji postoji u njihovim matičnim zemljama. Nepostojanje specijalizovanih posrednika, nerazvijene institucije i teškoće u sprovođenju ugovora su u velikoj meri dovele u pitanje primenu globalizovanih strategija na tzv. brzorastućim tržištima.<sup>129</sup> Strateški odgovor kompanija na izmenjeni poslovni ambijent podrazumeva sledeće aktivnosti:<sup>130</sup> 1. adaptirati matičnu strategiju novim uslovima poslovanja 2. izmeniti kontekst u kome se posluje.

Institucionalni razvoj i kapaciteti tranzicionih zemalja su ograničavajući faktor u primeni već isprobanih i dokazanih modela poslovanja koji se primenjuju u razvijenim zemljama. Budući da razvijene tržišne i prateće institucije predstavljaju podlogu na kojoj se grade poslovne strategije, strane kompanije moraju prilagoditi poslovne strategije izmenjenom institucionalnom ambijentu. Adaptirane poslovne strategije pored materijalnih i nematerijalnih resursa matične kompanije, u velikoj meri zahtevaju eksploataciju lokalnih resursa. Imperativ sticanja lokalnih resursa u neefikasnom i nestabilnom institucionalnom ambijentu zahteva od inostranih kompanija da se pri implementaciji poslovnih strategija u velikoj meri oslone na zajednička ulaganja sa lokalnim partnerima.<sup>131</sup> Povezivanje u mrežu strateških partnerstava se, naročito u početnim fazama tranzicije, za razliku od potpunog vlasništva pokazalo kao efikasnije rešenje. Naime, omogućena je fleksibilnost u alokaciji resursa, a istovremeno se ostvaruju efekti ekonomije obima i širine, kao i obostrano preliivanje znanja.<sup>132</sup>

---

<sup>129</sup> Khanna Tarun, Palepu G. Krishna, Why Focused Strategies May be Wrong for Emerging Economies, *Harvard Business Review*, Vol. 75, No. 4, July – August 1997, str. 41-51

<sup>130</sup> Khanna Tarun, Palepu G. Krishna, Sinha Jayant, Strategies That Fit Emerging Markets, *Harvard Business Review*, Vol. 83, No. 6, Jun 2005, str. 63-77

<sup>131</sup> Meyer E. Klaus, Estrin Saul, Sumon Kumar Bhaumik, Peng W. Mike, Institutions, Resources and Entry Strategies in Emerging Markets, *Strategic Management Journal*, Vol. 30, No. 1, 2009, str. 61-80

<sup>132</sup> Peng W. Mike, Heath Sue Peggy, The Growth of the Firm in Planned Economies in Transition: Institutions, Organizations and Strategic Choice, *Academy of Management Review*, Vol. 21, No. 2, 1996, str. 492-528

MNK pored kapitala i tehnologije vrše i transfer međunarodnih standarda poslovanja. Neke od njih su toliko snažne da su u stanju da menjaju kontekst u kome posluju postajući na taj način i agent promena. Mera koju često primenjuju strane kompanije je intenzivno lobiranje preko institucija matične zemlje<sup>133</sup> i lobiranje putem mreže lokalnih stejkholdera ili udruženja stranih investitora<sup>134</sup>. Primena ove strategije dobija na značaju ako strani investitor za zemlju domaćina ima veliki ekonomski značaj. Pored lobiranja, menjanje konteksta se sprovodi i putem ulaganja u lokalnu sredinu, čime se stiče pozitivna reputacija u lokalnoj zajednici i kreiraju uslovi neophodni za implementaciju poslovne strategije. *Knauf* je u Rusiji otvorio 20 proizvodnih kapaciteta, zaposlivši preko 7,000 ljudi, uloživši preko 400 miliona USD. Budući da posluje u radno intenzivnoj industriji, kompanija se suočila sa nedostatkom stručnih profila kao preprekom za dalju ekspanziju. Kako bi rešila ovaj problem i podigla standarde poslovanja u grani kompanija je u Sankt Peterburgu otvorila edukativni centar u saradnji sa državnim Arhitektonskim i Građevinskim univerzitetom.<sup>135</sup> Ovakav pristup predstavlja strategiju koja doprinosi ostvarivanju kako interesa strane kompanije tako i zemlje domaćina.

Kao što je navedeno, tranzicione države predstavljaju brzorastuća, turbulentna tržišta, izuzetno privlačna stranim MNK. Ulazak na ova tržišta je skopčan sa izraženim rizikom poslovanja usled neefikasnosti i nestabilnosti institucionalnog ambijenta, te nepredvidivih ekonomskih kretanja. MNK koje planiraju da uđu na ova tržišta moraju u prvom koraku da izvrše pažljivu analizu ekonomskog, političkog i institucionalnog ambijenta, na bazi koje će se adaptirati postojeća poslovna strategija ili promeniti kontekst poslovanja. Ukoliko ovo nije moguće, bolje je ne investirati u tranzicione zemlje uprkos ukazanim poslovnim prilikama, nego uporno insistirati na globalnim poslovnim strategijama koje puni smisao imaju samo u kontekstu razvijenih institucija.

---

<sup>133</sup> Bremmer Ian, Zakaria Fareed, Hedging Political Risk in China, *Business Harvard Review*, Vol. 84, No. 11, November 2006, str. 22- 26.

<sup>134</sup> Iankova Elena and Katz Jan, Strategies for Political Risk Mediation by International Firms in Transition Economies: The Case of Bulgaria, *Journal of World Business*, Vol. 38, No. 3, 2003, str. 182 – 203

<sup>135</sup> Khanna Tarun, Palepu G. Krishna, Sinha Jayant, Strategies That Fit Emerging Markets, *Harvard Business Review*, Vol. 83, No. 6, Jun 2005, str. 63-77

## **2. Pionirska strategija ulaska na tranziciona tržišta**

Kao što je navedeno u prethodnom delu tranzicione privrede se odlikuju visokim stepenom neizvesnosti i rizika, naročito u početnim fazama. Uprkos navedenim nedostacima tranzicione zemlje su u prethodnom periodu beležile konstantno rastući priliv stranog kapitala koji je svoj maksimum dostigao u predkriznoj 2008. godini. U toku 2008. godine ukupan priliv kapitala u tranzicione zemlje iznosio je preko 114 milijardi USD, što je predstavljalo oko 7% globalnih SDI.<sup>136</sup> Na priliv SDI u tranzicione zemlje uticao je veliki broj faktora, kako na lokalnom tako i na globalnom nivou, među kojima se izdvajaju sledeći: 1. MNK sa globalnim brendovima, usled preliivanja reputacije, mogu u kratkom roku da steknu nove lojalne kupce bez visokih ulaganja u promociju 2. saturacija i veoma oštra konkurencija u pojedinim granama razvijenih zemalja 3. rastući standard i veliki broj stanovnika tranzicionih zemalja.<sup>137</sup>

Pitanje ritma rasta, tačnije pitanje brzine lansiranja proizvoda i tehnologije, odnosno tržišne penetracije, usled nestabilnosti okruženja dobija poseban značaj prilikom poslovanja u tranzicionim ekonomijama. MNK na raspolaganju imaju pionirsku i sledbeničku strategiju koja se javlja u dva oblika: rani i kasni sledbenici. Pionirstvo se ostvaruje stvaranjem nove tražnje za proizvodima ili uslugama (*technological pioneer*) ili servisiranjem tražnje pre nego što druga preduzeća uđu na dato tržište ili segment (*marketing pioneer*).<sup>138</sup> Ulazak na tržišta tranzicionih zemalja se uglavnom posmatra kao marketinško pionirstvo, mada u pojedinim situacijama u sebi može sadržati i elemente tehnološkog pionirstva.

Pioniri na tranzicionim tržištima nastoje da materijalizuju potencijalnu konkurentsku prednost po osnovu prvenstva u odnosu na sledbenike. Prvenstvo pionirima omogućava da na tržištima koja se odlikuju niskom ili nikakvom konkurencijom utiču na nivo i karakter konkurencije, kontrolišu retke resurse i grade druge barijere ulaska, čime osiguravaju

---

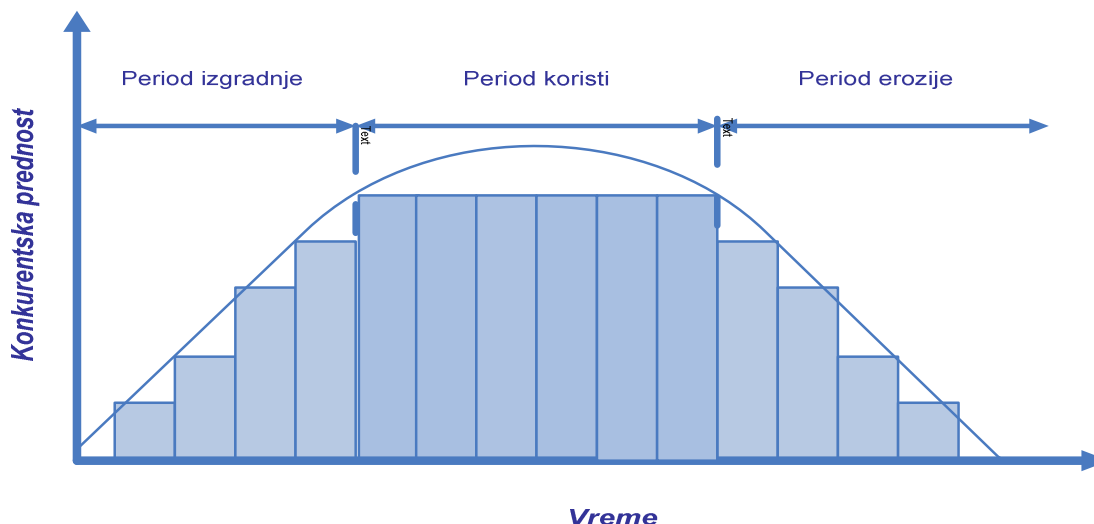
<sup>136</sup> UNCTAD, 2009, *World Investment Report*, str. 11

<sup>137</sup> Nakata Cheryl, K. Sivakumar, Emerging Markets Conditions and their Impact on First Mover Advantages: An Integrative Review, *International Marketing Review*, Vol. 14, No. 6, 1997, str. 461- 485

<sup>138</sup> Kaličanin Đorđe, Strategije stvaranja vrednosti pionira i sledbenika, *Ekonomika preduzeća*, Vol. LVI, No. 7-8, novembar – decembar 2008, str. 237 - 247

dominantan položaj na tržištu.<sup>139</sup> Period izgradnje dominantne pozicije na tržištu, odnosno konkurentске prednosti po osnovu pionirstva, se može prikazati grafikonom 2.1.

Grafikon 2.1. Izgradnja i erozija pionirske konkurentске prednosti



*Izvor:* Thompson Arthur, Strickland A. J., 2003, *Strategic Management Concept and Cases*, McGraw Hill Irwin, str. 186

U prvoj fazi pioniri nastoje da razviju tržište i steknu konkurentsku prednost. Izgradnja konkurentске prednosti zahteva vreme koje je determinisano resursima kompanije i karakterom poslovnog ambijenta. Ukoliko kompanija poseduje dovoljnu količinu i kvalitet resursa, često specifičnih, period izgradnje konkurentске prednosti po osnovu pionirstva će biti kraći. Nasuprot tome, nestabilno okruženje i slabiji rast tražnje, naročito u prvim fazama tranzicije, značajno usporava ovaj proces. Veličina konkurentске prednosti i period njenog korišćenja zavise od velikog broja faktora od kojih su neki pod kontrolom preduzeća, a neki eksternog karaktera. Agresivni potezi sledbenika predstavljaju faktor koji može dovesti do erozije konkurentске prednosti i skraćivanja perioda njenog uživanja. Da li će doći do erozije konkurentске prednosti po osnovu pionirstva u velikoj meri zavisi od postavljenih barijera ulaska i umešnosti pionira da održava i jača konkurentsku poziciju i ne prepusti se inerciji.

<sup>139</sup> Doh P. Jonathan, Entrepreneurial Privatization Strategies: Order of Entry and Local Partner Collaboration as Sources of Competitive Advantage, *Academy of Management Review*, Vol. 25, No. 3, 2000, str. 551 - 571



Teorijska razmatranja pionirskih strategija ulaska na inostrano tržište se mogu klasifikovati na trojak način. U prvoj grupi istraživanja su ona koja akcentiraju stavljaju na “mehanizme izolovanja” konkurentske prednosti, u drugoj su istraživanja koja pažnju poklanjaju karakteristikama i resursima kompanije neophodnim za ostvarivanje prednosti po pitanju pionirske strategije, dok su u trećoj grupi istraživanja koja su fokusirana na uticaj okruženja i njegovog razvoja na ostvarivanje i održanje konkurentske prednosti po osnovu pionirskih strategija. Nastavak teksta će biti strukturiran na dosadašnjim relevantnim teorijskim istraživanjima.

U literaturi iz strategijskog menadžmenta i međunarodnog poslovanja široko je prihvaćena i citirana analiza prednosti i nedostataka pionirskih strategija *Liebermana* i *Montgomerya* koju su izneli u svom nagrađenom radu *First mover advantage*. Ova dva autora su “mehanizme izolovanja” izvora konkurentske prednosti klasifikovali na:<sup>140</sup> 1. tehnološko prvenstvo 2. preventivno kontrolisanje resursa 3. vezanost za pionire. Sva tri navedena tipa “mehanizama izolovanja” u punoj meri svoj značaj dobijaju i prilikom ulaska na tranziciona tržišta.

Tehnološko prvenstvo se manifestuje u efektima krive iskustva i patentiranju tehnoloških znanja. Kriva iskustva predstavlja uočenu tendenciju da se troškovi po jedinici proizvoda smanjuju kao rezultat kumuliranog iskustva, odnosno sa povećanjem obima proizvodnje.<sup>141</sup> Efekti krive iskustva mogu u pojedinim delatnostima novim konkurentima predstavljati značajnu barijeru ulaska. Naime, radi se o vrednom i retkom nematerijalnom resursu koji konkurencija veoma teško imitira. Ipak, treba biti veoma oprezan i izbegavati kreiranje konkurentske prednosti samo na efektima krive iskustva. Preterano oslanjanje na efekte krive iskustva, pogotovo u današnjem dobu radikalnih tehnoloških promena, može usloviti da pionir ostane “zarobljen” u okvirima prevaziđene tehnologije i procesa. Efekti krive iskustva nisu garant ostvarivanja konkurentske prednosti u granama koje su intenzivne ulaganjima u istraživanje i razvoj i u kojima se tehnološki napredak odvija skokovito.

---

<sup>140</sup> Lieberman Marvin, Montgomery David, First Mover Advantage, *Strategic Management Journal*, Vol. 9, No. 1, 1988, str. 41 - 58

<sup>141</sup> Đuričin Dragan, Janošević Stevo, 2007, *Menadžment i strategija*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 241

U slučaju značajnih ulaganja u istraživanje i razvoj, i zahvaljujući tome novih tehnoloških i organizacionih rešenja, pioniri mogu ostvarivati značajne pozitivne efekte po osnovu patentiranja i čuvanja rešenja kao poslovne tajne. Tehnološko pionirstvo često ima za cilj da predstavljaju tehnologiju prikaže kao standard u grani, što u kombinaciji sa patentnom zaštitom sprečava pojavljivanje sledbenika na tržištu. U tranzicionim zemljama realizovanje tehnološkog prvenstva je značajno ugroženo zbog nerazvijene regulative koja se bavi zaštitom intelektualne svojine, a često i usled korupcije. Rešenje ovog problema se u pojedinim situacijama može naći u razvijanju komplementarnih tehnoloških rešenja sa lokalnim partnerom, po mogućstvu u državnom vlasništvu. Tipičan primer uspešne primene ove strategije je zajedničko ulaganje *Lockheed Martina* sa ruskom kompanijom *Krunichev* na poslovima aeronautike.<sup>142</sup>

Tranziciona tržišta koja su decenijama bila zatvorena za strane investitore su tipičan primer za ostvarivanje pionirske konkurentске prednosti po osnovu preventivnog kontrolisanja resursa. Investiranjem u različite tipove resursa (ljudske resurse, lokacije i kanale distribucije) u situaciji kada je njihovo kreiranje nemoguće ili troškovno intenzivno kompanije stiču mogućnost da izgrade visoke barijere ulaska i steknu dugoročnu konkurentsku prednost. Značajne investicije u resurse u pionirskom periodu mogu biti izvor troškovne konkurentске prednosti ukoliko se ovim putem sledbenicima nameću visoki troškovi sticanja istih.<sup>143</sup> MNK u tranzicionim zemljama usled opšteg sistema obrazovanja imaju problem da angažuju specijalizovane stručne kadrove, zbog čega su prinuđene da investiraju u obuku zaposlenih. Sa ovog aspekta pioniri su u znatno boljoj poziciji u odnosu na sledbenike jer mogu da regrutuju neophodne stručnjake, od ograničene ponude, i vežu ih za sebe dugoročnim ugovorima. Poseban značaj u tranzicionim zemljama ima preventivno kontrolisanje lokacija. Usled neizgrađene infrastrukture veoma mali broj lokacija bez dodatnih ulaganja ispunjava standarde neophodne za poslovanje MNK. Kontrolisanje ovih lokacija, naročito u gradskim centrima ili njihovoj blizini, može u jednom dužem periodu

---

<sup>142</sup> Jedrzej George Fryans, Kamel Mellahi, Pigman Geoffrey Alen, First mover Advantages in International Business and Firm Specific Political Resources, *Strategic Management Journal*, Vol. 27, No. 4, 2006, str. 321 - 345

<sup>143</sup>Yadong Luo, Peng W. Mike, First Mover Advantages in Investing in Transitional Economies, *Thunderbird International Business Review*, Vol. 40, No. 2, 1998, str. 141 - 163

predstavljati značajnu barijeru ulaska za sledbenike. Pored kontrolisanja ljudskih resursa i lokacija pioniri na tranzicionim tržištima često imaju priliku da preuzimanjem ili formiranjem zajedničkih ulaganja sa lokalnim kompanijama zaposednu postojeće, mada ne potpuno efikasne, kanale distribucije. Na ovaj način kompanije stižu pristup potencijalnim kupcima, a dodatnim ulaganjima u kanale distribucije podižu njihovu efikasnost, istovremeno izgrađujući barijere ulaska za sledbenike.

Treću, a često i najveću barijeru ulaska sledbenicima predstavlja vezanost kupaca za proizvode i usluge pionira. Vezanost kupaca za pionire može biti objektivno uslovljena, troškovi prelaska na druge proizvode i usluge, i krajnje subjektivna, vezanost za prvi brend koji postoji na tržištu. Troškovi prelaska za kupca se javljaju kada mora da sprovede specifične investicije da bi koristio proizvod ili uslugu, što je karakteristično za industrijske proizvode. Pored toga, ovi troškovi se javljaju kada usled različitog modela proizvoda sledbenika kupac mora da promeni način korišćenja proizvoda ili kada je kupac dugoročnim ugovorom vezan za pionira.<sup>144</sup> Navedeni troškovi prelaska u velikoj meri otežavaju postojećim kupcima da se preorjentišu na sledbenike, čak i kada oni poseduju privlačniji paket marketing miksa. Istovremeno, vezanost za proizvođača može biti i subjektivnog karaktera. Naime, usled neposedovanja dovoljno informacija, ali i nedovoljne edukovanosti, potrošači se u tranzicionim zemljama fokusiraju na proizvode koji se prvi pojave na tržištu. U ovim zemljama pioniri uživaju reputaciju kompanije koja nudi inovativne i kvalitetne proizvode. Sticanje slične reputacije kod potrošača osim ulaganja u kvalitet i distribuciju proizvoda često zahteva i velika ulaganja u promociju, što sve skupa povećava troškove poslovanja sledbenika.

Brojna istraživanja su vršena u prethodnom periodu da bi se utvrdili potencijalni rizici i nedostaci pionirske strategije. Potencijalni nedostaci pionirskih strategija su potencijalne prednosti za sledbenike. Prihvatljiva klasifikacija prednosti sledbeničke strategije bi mogla biti: 1. besplatno korišćenje efekata pionirskih investicija 2. tehnološka i marketinška

---

<sup>144</sup>Lieberman Marvin, Montgomery David, First Mover Advantage, *Strategic Management Journal*, Vol. 9, No. 1, 1988, str. 41 - 58

neizvesnost 3. inercija pionira koja im onemogućava da se adekvatno prilagode promenama u okruženju.<sup>145</sup>

Jedan od osnovnih nedostataka pionirskih strategija je suočavanje sa neatraktivnim i nepredvidivim poslovnim ambijentom. U cilju unapređenja poslovnog ambijenta pioniri u tranzicionim državama su prinuđeni da značajna sredstva ulažu u razvoj prateće infrastrukture, samostalno ili u okviru partnerstva sa državnim organima, što značajno povećava inicijalne troškove poslovanja. Uporedo se ulažu napori u edukovanje državnih organa kako bi unapredili poslovni ambijent i naučili da posluju sa MNK, zatim edukovanje lokalnih kompanija iz komplementarnih delatnosti (banaka, distributera, špreditera i sl.), i zaposlenih, koji uglavnom ne poseduju zahtevani nivo kompetentnosti. Investicije u izgradnju prateće infrastrukture i edukaciju stejkholdera predstavljaju javno dobro, tako da će biti od koristi i sledbenicima koji ne preduzimaju nikakve investicije i rizike.<sup>146</sup>

Tehnološka i marketinška neizvesnost je jedna od glavnih odlika pionirskih strategija na tranzicionim tržištima. Ne postoje nikakve garancije da će se pionirska ulaganja u istraživanje i razvoj uspešno komercijalizovati, što sa druge strane sledbenicima ostavlja prostora da primenom imitatorskih strategija i inkrementalnim promenama unaprede postojeća tehnološka rešenja. Dodatni problem za pionire predstavlja kreiranje primarne tražnje za potpuno novim proizvodima, a često, izuzev kod ekstenzije brenda, i nepoznatim brendovima.<sup>147</sup> Ulaganje sredstava u kreiranje primarne tražnje u nestabilnim uslovima, kao što je proces tranzicije, podrazumeva značajne troškove i visok rizik koji podnose samo pioniri, a čije koristi osećaju i sledbenici.

Pionirske kompanije su po svojoj prirodi preduzetničkog karaktera i inovativno orjentisane ali sa protokom vremena mogu da postanu veoma inertne, što otvara prostor za ulazak sledbenika, u kasnijim fazama, i gubljenje liderske pozicije. Inertnost pionira uglavnom nastaje usled visokih ulaganja u specifičnu fiksnu imovinu, nespremnosti da se

---

<sup>145</sup> Isto

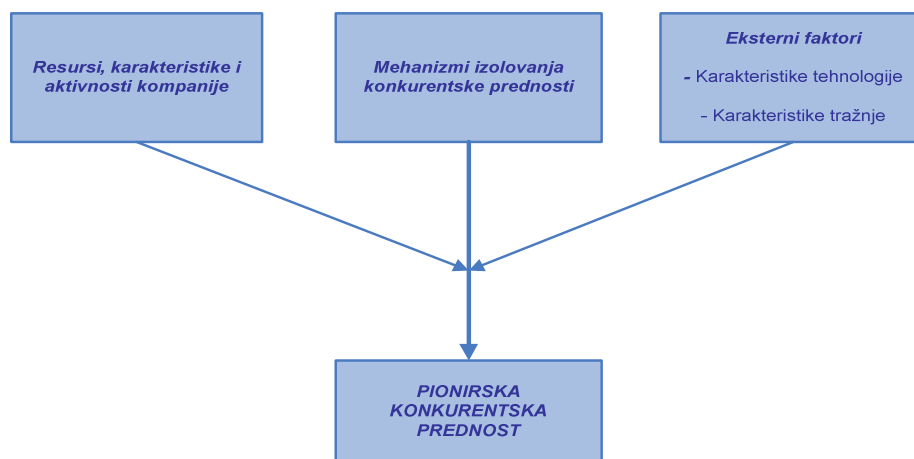
<sup>146</sup> Luo Yadong, 2002, *Multinational Enterprises in Emerging Markets*, Copenhagen Business School Press, str. 195

<sup>147</sup> Kaličanin Đorđe, A Question of Strategy: To be Pioneer or a Follower?, *Economic Annals*, Vol. LII, No. 177, April – June 2008, str. 89 – 102

napusti već postojeća linija proizvoda i organizacione nefleksibilnosti usled prekomernog rasta. Ovi faktori značajno umanjuju sposobnost pionira da odgovore na promene poslovnog okruženja i akcije konkurenata.<sup>148</sup>

Kao što smo videli, primena pionirske strategije na tranzicionim tržištima povezana je sa značajnim rizicima i koristima, što će se u krajnjoj instanci reflektovati na dugoročne performanse investicije u inostranstvu. Sa tog aspekta postavlja se pitanje koji su to faktori koji će doprineti da preduzeće izgradi i održi konkurentsku prednost u odnosu na sledbenike. Sticanje konkurentске prednosti po osnovu pionirske strategije u velikoj meri zavisi od kombinacije internih, pod kontrolom preduzeća, i eksternih faktora, van kontrole preduzeća. Uticaj internih i eksternih faktora na efikasnost “mehanizama izolovanja” se može prikazati grafikonom 2.2.

***Grafikon 2.2. Efikasnost mehanizama izolovanja u kontekstu internih i eksternih resursa***



***Izvor:*** Prilagođeno na osnovu Suarez F. Fernando, Lanzolla Gianvito, The Role of Environmental Dynamics in Building a First Mover Advantage Theory, *Journal of Management Review*, Vol. 32, No. 2, 2007, str. 377 - 392

Uspeh na inostranim tržištima zavisi od sposobnosti preduzeća da transferiše postojeća, unapređena ili potpuno nova tehnološka rešenja na svoju filijalu ili zajedničko ulaganje u inostranstvu, kao i da transferisana tehnološka rešenja prilagodi specifičnostima okruženja. Empirijska istraživanja su ukazala da tehnološko i tržišno pionirstvo, podržano značajnim investicijama u istraživanje i razvoj, distribuciju i promociju, dovodi do

---

<sup>148</sup> Lieberman Marvin and Montgomery David, First Mover Advantage, *Strategic Management Journal*, Vol. 9, No. 1, 1988, str. 41 - 58

superiornijih performansi u odnosu na kompanije koje primenjuju strategiju “čekati i pratiti”.<sup>149</sup> Intenzivno investiranje omogućava pionirima da iskoriste ukazane prilike na tržištu i podignu barijere ulaska za sledbenike. Kako bi stimulisali tražnju, pioniri veliki deo inicijalnih i tekućih investicija moraju usmeriti ka razvoju kanala distribucije i promocije do tada nepoznatih brendova, a često i proizvoda.<sup>150</sup> Investiranje u promotivne kampanje i izgradnja pozitivne reputacije dovode do superiornih performansi na tranzicionim tržištima, zbog čega su zabeleženi slučajevi da japanske kompanije kreću sa promocijom svojih proizvoda i pre nego se pojave na tržištu.<sup>151</sup>

Usled specifičnog poslovnog ambijenta resursi koji predstavljaju izvor konkurentske prednosti na domaćim tržištima ne moraju imati isti značaj i na inostranim tržištima. Njihova efikasnost u inostranstvu će zavisi od posedovanja specifičnih komplementarnih resursa koji su determinisani poslovnim ambijentom. Od ovih resursa poseban značaj imaju “politički” resursi, odnosno dobri odnosi sa državnim organima. Oni predstavljaju nematerijalan resurs koji konkurencija teško može da kopira. Posedovanje “političkih” resursa ima pozitivan uticaj na performanse kompanije u tranzicionim zemljama gde je uticaj državnih organa na poslovanje kompanija velik, državni monopoli kontrolišu značajan deo ekonomije, a prisutne su česte i nepredvidive promene regulative koja se odnosi na poslovni ambijent.<sup>152</sup>

Efikasnost “mehanizma izolovanja” konkurentske prednosti pored resursa i primenjene strategije zavisi i od eksternih faktora koji nisu pod kontrolom preduzeća. U literaturi su se izdvojila dva eksterna faktora, brzina razvoja tehnologije i brzina razvoja tražnje, koji presudno utiču na efikasnost “mehanizama izolovanja” konkurentske

---

<sup>149</sup> Isobe Takehiko, Makino Shige, Montgomery B. David, Resources Commitment, Entry Timing, and Market Performance of Foreign Direct Investment in Emerging Economies: The Case of Japanese International Joint Ventures in China, *Academy of Management Journal*, Vol. 43, No. 3, 2000, str. 468 - 484

<sup>150</sup> Yadong Luo, Timing of Investment and International Expansion Performance in China, *Journal of International Business Studies*, Vol. 29, No. 2, 1998, str. 391 - 407

<sup>151</sup> Cui Geng, Lui Hon-Kwong, Order of Entry and Performance of Multinational Corporations in an Emerging Markets: A Contingent Resources Perspective, *Journal of International Marketing*, Vol. 13, No. 4, 2005, str. 28 - 56

<sup>152</sup> Jedrzej George Fryans, Kamel Mellahi, Pigman Geoffrey Alen, First Mover Advantages in International Business and Firm Specific Political Resources, *Strategic Management Journal*, No. 27, 2006, str. 321 - 345

prednosti.<sup>153</sup> Brzina razvoja tehnologije i razvoja tražnje će zavistiti od karakteristika grane i opšteg poslovnog ambijenta, u čemu se ogleda specifičnost tranzicionih tržišta. U zavisnosti od kombinacije ovih faktora zavisice i mogućnost ostvarivanja konkurentske prednosti po osnovu pionirstva.

U kombinaciji kada je razvoj tržišta i razvoj tehnologije relativno spor postoje najbolji uslovi da kompanija realizuje pozitivne efekte po osnovu pionirstva.<sup>154</sup> Naime, kada se tržište relativno sporije razvija pioniri zauzimaju dominantnu poziciju, ne ostavljajući previše tržišnog prostora za dolazak konkurenata. U ovoj situaciji pioniri imaju mogućnost da postepeno grade bazu lojalnih kupaca, na osnovu kreiranja prepoznatljivog brenda, ne izlažući se prevelikom riziku. Sa druge strane, relativna stabilnost u razvoju tehnologije ne ostavlja puno prostora sledbenicima da se tehnološki diferenciraju i na taj način preuzmu ionako ograničen tržišni prostor. Tipičan primer predstavljaju kompanije koje nastupaju sa tehnološki zrelim proizvodima u zemljama u kojima se proces tranzicije odvija usporeno. Usled relativno stabilne tehnologije poseban značaj ima patentna zaštita tehnoloških rešenja, koja može predstavljati nepremostivu barijeru ulaska za sledbenike.

Nasuprot tome, ostvarivanje konkurentskih efekata po osnovu "mehanizama izolovanja" je najteže ostvariti kada postoji dinamičan razvoj tehnologije i tražnje. Ovakva konstelacija je karakteristična za kompanije u tehnološki inovativnim granama na tržištima kod kojih je proces tranzicije uspešno vođen (Slovačka, Češka, Slovenija itd.). Kako bi odgovorili rastu i razvoju tražnje i predupredili sledbenike pioniri značajna sredstva ulažu u proizvodne kapacitete, razvoj kanala distribucije i promotivne aktivnosti. Međutim, intenzivne tehnološke promene od pionira zahtevaju značajna ulaganja u istraživanje i razvoj i izbegavanje ulaganja u specifičnu fiksnu imovinu. Ukoliko pionir ne poseduje dovoljno resursa da odgovori izazovima okruženja smisljena strategija može biti brzi ulazak i brzo povlačenje sa tržišta.

Preostale dve situacije su one u kojima razvoj tražnje i tehnologije nisu iste dinamike, tako da jedan od faktora pozitivno utiče na ostvarivanje konkurentske prednosti po osnovu

---

<sup>153</sup> Suarez F. Fernando, Lanzolla Gianvito, The Half Truth of First Mover Advantage, *Business Harvard Review*, Vol. 83, No. 4, April 2005, str. 121 - 127

<sup>154</sup> Suarez F. Fernando, Lanzolla Gianvito, The Role of Environmental Dynamics in Building a First Mover Advantage Theory, *Journal of Management Review*, Vol. 32. No. 2, 2007, str. 377 - 392

pionirstva dok drugi ima suprotno dejstvo. Brzorastuće tržište u uslovima standardne tehnologije zahteva od kompanije velika ulaganja u promociju i razvoj kanala distribucije. Neophodno je obezbediti resurse kako bi se zadovoljila tražnja brzorastućih segmenata. U ovoj situaciji se može očekivati veliki pritisak sledbenika koji su privučeni rastućom tražnjom.<sup>155</sup> Nasuprot tome, u situaciji kada je razvoj tražnje relativno spor a tehnološke promene česte i radikalne, pionirski efekti se mogu očekivati tek na dugi rok i to samo za kompanije koje imaju dovoljno resursa za razvoj novih procesa i proizvoda.

### **3. Targetiranje i kreiranje strategije preuzimanja**

Poslednjih decenija došlo je do konstantnog, mada nepravilnog, rasta broja i vrednosti preuzimanja. Broj i vrednost preuzimanja su rasli u tzv. talasima, pri čemu je rast međunarodnih bio brži od rasta domaćih preuzimanja. U godini pre krize međunarodna preuzimanja su premašila vrednost od 1,000 milijardi USD. Teoretičari poslovne ekonomije su ovu pojavu zbog njenog značaja analizirali iz različitih uglova, nastojeći da proniknu u motive, efekte, razloge uspeha i neuspeha, kao i načine kako unaprediti proces preuzimanja. Ogromno interesovanje za ovu oblast, i teoretičara i praktičara, se nalazi u disproportiji između broja i vrednosti preuzimanja i stepena uspešnosti. Većina analiza ukazuje da stopa neuspeha iznosi preko 50%, dok u literaturi često citirano istraživanje KPMG-a ukazuje da u proseku 53% preuzimanja dovodi do „uništavanja“ vrednosti, 30% ne dovodi do promene vrednosti, dok svega 17% dovodi do stvaranja vrednosti za vlasnike.<sup>156</sup> Navedeni podaci, koji su na istoj liniji sa sličnim empirijskim istraživanjima, neminovno nameću sledeća pitanja: 1. Zašto kompanije vrše masovna preuzimanja uprkos visokoj stopi neuspeha? 2. Kako otkloniti uzroke neuspeha?

Odgovore na gore navedena pitanja bi trebalo tražiti u planiranju i implementaciji strategije preuzimanja, koja proističe iz strategija na korporativnom i nivou poslovnih jedinica. Stoga je ispravno preuzimanja analizirati kao instrument za ostvarivanje

---

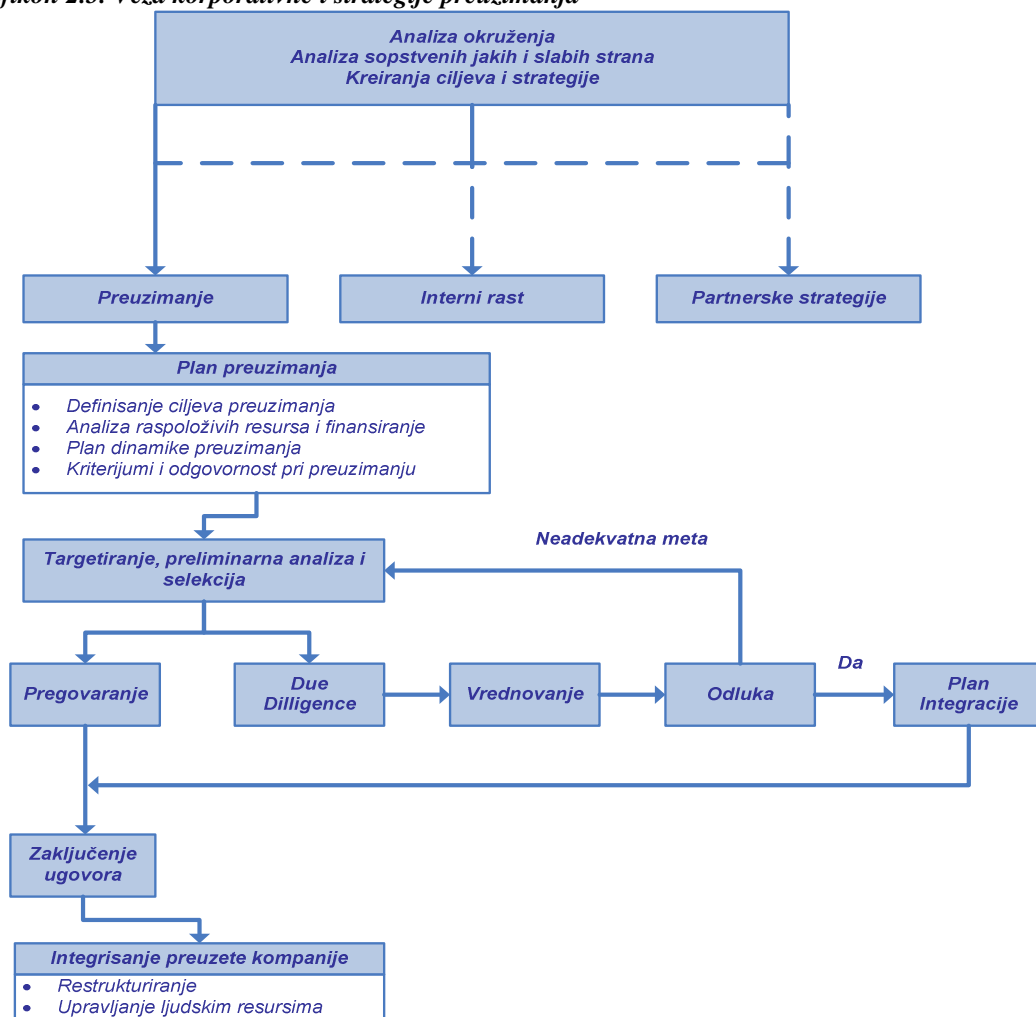
<sup>155</sup> Suarez F. Fernando, Lanzolla Gianvito, The Half Truth of First Mover Advantage, *Business Harvard Review*, Vol. 83, No. 4, April 2005, str. 121 - 127

<sup>156</sup> KPMG, 1998, *Unlocking Shareholder Value*, str. 2



strategijskih ciljeva na korporativnom ili nivou poslovnih jedinica.<sup>157</sup> Ovakav pristup preuzimanjima omogućava da se pravilno planiraju i analiziraju kratkoročni i dugoročni efekti preuzimanja. Suštinsku vezu između procesa preuzimanja i celokupnog poslovanja kompanije možemo predstaviti grafikonom 2.3.

**Grafikon 2.3. Veza korporativne i strategije preuzimanja**



**Izvor:** Izmenjeno na osnovu DePamphilis Donald, 2010, *Mergers, Acquisitions and other Restructuring Activities*, Elsevier, str. 135

Prvi korak u navedenom postupku predstavlja analiza okruženja, sopstvenih snaga i slabosti, kreiranje ciljeva i strategije kako ih ostvariti. Na osnovu rezultata analize

<sup>157</sup> Mudde A. Paull, Brush Thomas, 2004, Firm Competitiveness and Acquisitions: The Role of Competitive Strategy and Operational Effectiveness in M&A, u Emy L. Pablo, Javidan Mansou (editori), *Mergers and Acquisitions: Creating Integrative Knowledge*, Blackwell Publishing, str. 66

kompanija se opredeljuje za eksterni, interni ili rast kroz partnerske strategije. Kompanije u praksi najčešće kombinuju, u različitom stepenu, sve tri strategije rasta.

Plan preuzimanja proističe iz prethodne analize okruženja, sopstvenih jakih i slabih strana, te definisanih ciljeva i strategije njihovog ostvarenja. Na bazi ovih inputa pristupa se planiranju procesa preuzimanja. Veoma je bitno, naročito kod većih i strateški značajnih preuzimanja, da u celokupan proces bude uključen i top menadžment. Učešće top menadžmenta povećava verovatnoću uspeha preuzimanja. Stavovi funkcionalnih i menadžera filijala o preuzimanju su parcijalnog karaktera tako da će učešće top menadžmenta u ovom procesu omogućiti da se celokupan proces sagleda sa korporativnog nivoa. Na ovaj način će se postići da sama strategija preuzimanja bude usklađena sa korporativnom strategijom. Sa druge strane uspeh prilikom preuzimanja u velikoj meri zavisi od korporativnog upravljanja i nezavisnosti članova upravnog odbora. Naime, u teoriji postoje shvatanja koja eksponencijalni rast, i broja i vrednosti, preuzimanja i plaćanje visokih premija objašnjavaju „gordošću“ menadžera. Menadžeri često kroz preuzimanja osim ostvarivanja korporativnih ciljeva nastoje da ostvare i sopstvene ciljeve (unapređenja, bonuse i povlastice) i dokažu superiornost sopstvenih odluka i načina upravljanja.<sup>158</sup> Da bi se predupredili negativni efekti eventualnih odluka motivisanih ličnim interesima i „gordošću“ neophodno je da članovi upravnih odbora imaju samostalnost u odnosu na menadžment. Pojedina empirijska istraživanja su dokazala da kompanije koje u upravnim odborima imaju preko 50% nezavisnih članova, nakon preuzimanja ostvaruju natprosečni rast cena akcija.<sup>159</sup>

Prvi korak u procesu preuzimanja predstavlja definisanje ciljeva koji se žele ostvariti preuzimanjem. Program preuzimanja se mora vrednovati na osnovu *Liste usklađenih ciljeva* i njegovog doprinosa ostvarivanju finansijskih i nefinansijskih ciljeva. Literatura obiluje pokušajima da se sistematizuju ciljevi koje kompanije nastoje da ostvare putem preuzimanja. Putem preuzimanja kompanije u osnovi nastoje da unaprede postojeće operacije ili da rekonfigurišu postojeći sistem poslovanja, što će fundamentalno unaprediti

---

<sup>158</sup> Gaughan Patrick, 2007, *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring*, Wiley & Sons, str. 157

<sup>159</sup> Sudarsanam Sudi, 2003, *Creating Value from Mergers and Acquisitions*, Pearson Education, str. 316

strategijsku poziciju kompanije.<sup>160</sup> Ostvarivanje navedenih ciljeva će dovesti do dugoročnog rasta vrednosti za vlasnike, što je i osnovni cilj poslovanja kompanija.

U procesu preuzimanja vrednost za vlasnike nastaje po osnovu sinergetskih efekata. Sinergija se može definisati kao unapređenje performansi dve kompanije nakon preuzimanja u odnosu na performanse koje su u zbiru ostvarivale ili se očekivalo da mogu da ostvare kao samostalni entiteti.<sup>161</sup> Sinergija se može javiti u dva oblika: operativna sinergija (redukcija troškova poslovanja i unapređenje prihoda) i finansijska sinergija (umanjenje troškova kapitala, odnosno diskontne stope).

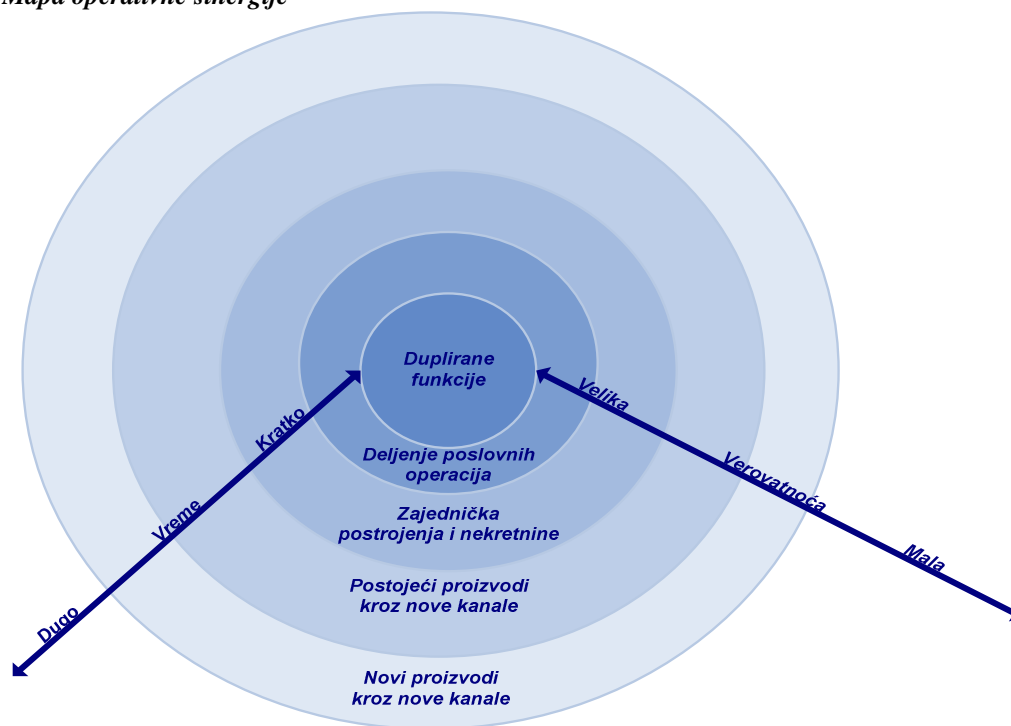
Redukciju operativnih troškova, i kod preuzete kompanije i kod investitora, moguće je ostvariti po osnovu ekonomije obima i ekonomije širina. U ovom kontekstu se ekonomija obima posmatra kao korišćenje istih resursa u iste svrhe za ostvarivanje većeg obima aktivnosti, dok se ekonomija širine odnosi na korišćenje istih resursa za obavljanje novih aktivnosti. U praksi je znatno lakše identifikovati i ostvariti sinergetske efekte po osnovu ekonomije obima nego po osnovu ekonomije širine. Uporedo sa redukcijom troškova, koje je relativno lako identifikovati i vrednovati, cilj preuzimanja je i uvećanje poslovnih prihoda. Uvećanje poslovnih prihoda je moguće ostvariti prodajom proizvoda na komplementarnoj osnovi, prelivanjem reputacije postojećih proizvoda, korišćenjem postojećih kanala distribucije za nove proizvode, zajedničkom izgradnjom novih kanala i proizvoda i sl. Nije sve oblike operativne sinergije moguće ostvariti u istom periodu i sa jednakom verovatnoćom. Pojedine oblike operativne sinergije je moguće predstaviti koncentričnim krugovima, kao na grafikonu 2.4., pri čemu su oni bliže centru lakše ostvarivi od onih na periferiji.

---

<sup>160</sup> Christensen M. Clayton, Alton Richard, Rising Curtis, Waldeck Andrew, The Big Idea: The New M&A Playbook, *Harvard Business Review*, Vol. 89, No. 3, March 2011, str. 49 - 57

<sup>161</sup> Isto, str. 82

*Grafikon 2.4. Mapa operativne sinergije*



*Izvor:* Cullinan Geofry, Jean Marc Le Roux, Rolf Magnus Weddigen, When to Walk Away from a Deal, *Business Harvard Review*, Vol. 82, No. 4, April 2004, str. 97 - 104

Uporedo sa efektima operativne sinergije trebalo bi razmotriti da li je u procesu preuzimanja moguće umanjiti troškove kapitala bilo za investitora bilo za kompaniju koja se preuzima. Ukoliko ne postoji koreolacija između novčanih tokova kompanija koje učestvuju u preuzimanju, kreditori ih mogu posmatrati kao manje rizične za ulaganje. Naime, nakon preuzimanja će doći do umanjenja varijanse novčanog toka zbog čega će investitori ove kompanije posmatrati kao manje rizične, što će uticati i na cenu kapitala.<sup>162</sup>

Po definisanju ciljeva koji se nastoje ostvariti preuzimanjem, pristupa se analizi neophodnih resursa za njihovu realizaciju. Analiza resursa obuhvata analizu internih i eksternih ljudskih i finansijskih resursa. U okviru kompanije neophodno je identifikovati ljudske potencijale koji poseduju potrebna znanja i iskustvo u međunarodnim preuzimanjima. Identifikovanje i mobilisanje internih ljudskih resursa je od ključne važnosti, ne samo u predakvizicionoj, već posebno u fazi integrisanja. Veoma je bitno da interni kadrovi koji će biti angažovani u procesu integracije budu od samog početka

<sup>162</sup> Gaughan Patrick, 2007, *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring*, Wiley & Sons, str. 157

uključeni u proces preuzimanja. Pored internih, neophodno je identifikovati eksterne ljudske kapacitete koji će biti korišćeni u procesu preuzimanja (različiti tipovi savetnika) i okvirne troškove njihovog angažovanja. Uporedo sa analizom ljudskih kapaciteta trebalo bi identifikovati interne resurse kojima će se finansirati preuzimanje, kao i eksterne izvore finansiranja (bankarski krediti i emitovanje hartija od vrednosti). Kompanije u procesu preuzimanja nastoje da optimalnom kombinacijom internih i eksternih izvora finansiranja postignu najnižu cenu kapitala, odnosno troškove finansiranja.

Po utvrđivanju ciljeva preuzimanja i resursa koji su na raspolaganju pristupa se kreiranju dinamičkog plana preuzimanja i odgovornosti za njegovu implementaciju. Definisani ciljevi predstavljaju polazni input prilikom kreiranja dinamičkog plana preuzimanja. Dinamičkim planom se okvirno definiše trajanje svake od narednih faza preuzimanja. Kompanije prilikom planiranja aktivnosti nastoje da dovedu do preklapanja pojedinih faza, kako bi se skratilo trajanje celog procesa, a pritom očuvala njegova efektivnost. U okviru dinamičkog plana preuzimanja se definiše menadžerska odgovornost kako za pojedine faze tako i za celokupan proces preuzimanja.

Na bazi definisanih ciljeva koji se žele ostvariti preuzimanjem pristupa se procesu odabira kandidata za preuzimanje. Proces funkcioniše po principu levka, čime se broj potencijalnih kandidata postepeno smanjuje. Aktivna uloga menadžmenta višeg nivoa u ovom procesu povećava verovatnoću da će se pronaći adekvatni kandidati. Faza targetiranja, bez obzira na njen veliki značaj, ne bi trebalo da bude ni vremenski ni resursno intenzivna.<sup>163</sup> U okviru ove faze definišu se opšti kriterijumi koje bi potencijalni kandidati za preuzimanje trebalo da zadovolje. Od opštih kriterijuma u ovoj prvoj fazi se najčešće navode grana kojoj kandidat pripada, geografska rasprostranjenost njegovih operacija i veličina kandidata (vrednost na berzi, ostvareni prihodi, zarada po akciji i sl.).<sup>164</sup> Selekcija na bazi opštih kriterijuma značajno sužava polje istraživanja čime se postiže veća efikasnost celokupnog procesa. U ovoj fazi se mogu koristiti podaci privrednih komora, industrijskih udruženja, ambasada svoje zemlje u inostranstvu, finansijskih berzi i sl.

---

<sup>163</sup> Jensen E. Arnold, Practice of Business Seeking a Candidate for Merger and Acquisitions, *Business Horizons*, Vol. 25, No. 3, May – June, 1992, str. 80 - 84

<sup>164</sup> DePamphilis Donald, 2010, *Mergers and Acquisitions, and Other Restructuring Activities*, Elsevier, str. 169

Nakon filtriranja na bazi opštih kriterijuma pristupa se definisanju specifičnih kriterijuma koje bi kandidati trebalo da zadovolje. Kao specifične kriterijume za selekciju kandidata kompanije najčešće koriste tržišni segment koji opslužuju, stepen profitabilnosti ili eventualno nivo poslovnog gubitka, stepen zaduženosti, tržišni udeo, liniju proizvoda i sl. Za pribavljanje ovih informacija kompanije koriste lične i poslovne kontakte ili usluge specijalizovanih posrednika. Angažovanje posrednika može u velikoj meri pomoći u identifikovanju potencijalnih kompanija za preuzimanje, usled razvijene mreže kontakata i interne baze podataka, ali sa druge strane može ugroziti i ostvarivanje definisanih ciljeva. Naknada posrednika često zavisi od uspeha transakcije, tako da se u praksi kompanije nalaze pod prikrivenim pritiskom da izvedu preuzimanje i kada to nije u njihovom interesu.<sup>165</sup>

Po sužavanju liste potencijalnih kandidata na nekoliko opcija pristupa se njihovoj komparativnoj analizi i rangiranju po stepenu strategijske i organizacione usklađenosti sa kompanijom. Strategijska usklađenost se odnosi na stepen u kome kandidat može doprineti realizaciji strategije kompanije, odnosno ostvarivanju finansijskih i nefinansijskih ciljeva.<sup>166</sup> Sasvim je jasno da idealni kandidati ne postoje i da potencijalni kandidati, uz adekvatnu integraciju, omogućavaju ostvarivanje samo nekih od ciljeva koji su definisani u prethodnim fazama. Sa druge strane, organizaciona usklađenost se odnosi na sličnost menadžerskih stilova i korporativne kulture, odnosno na verovatnoću uspešne integracije nakon preuzimanja.<sup>167</sup> Nizak stepen organizacione usklađenosti značajno utiče na troškove pregovaranja ali i troškove integrisanja, povećavajući mogućnost da u procesu integracije ne budu ostvareni ciljevi preuzimanja koji bi se mogli ostvariti u drugačijoj konstelaciji korporativnih kultura. S obzirom na podjednaku važnost oba tipa usklađenosti, kompanije vrše rangiranje kandidata ne zanemarujući nijedan od njih. Nakon rangiranja kandidata

---

<sup>165</sup> Mellen Chriss, Evan Frank, 2010, *Valuation for M&A*, Wiley & Sons, str. 75

<sup>166</sup> Jemison B. David, Sitkin B. Sim, Corporate Acquisitions: A Process Perspective, *Academy of Management Review*, Vol. 11, No. 1, 1986, str. 145 - 163

<sup>167</sup> Jemison B. David, Sitkin B. Sim, Acquisitions: The Process Can be a Problem, *Harvard Business Review*, Vol. 64, No. 2, March – April 1986, str. 107 - 116

pristupa se, u skladu sa listom prioriteta, uspostavljanju inicijalnih kontakata, pregovaranju i izradi *Due Diligence* (dijagnostički izveštaj).<sup>168</sup>

#### **4. Rad sa savetnicima i izrada *Due Diligence***

Međunarodna preuzimanja predstavljaju veoma složen projekat zbog čega njihova realizacija zahteva angažovanje stručnjaka različitih profila. Neophodna multistručnost u vođenju procesa postavlja pred kompanije, naročito manje, izazove za koje ne poseduju dovoljne interne kapacitete. Nedovoljnost internih resursa, kako po pitanju kvaliteta tako i kvantita, dovodi do toga da kompanije u procesu preuzimanja koriste usluge savetnika različitih struka. Ipak trebalo bi imati u vidu da korišćenje usluga spoljnih savetnika, bez angažovanja sopstvenih kadrova, nije recept za uspeh preuzimanja.

Mnoge kompanije poseduju posebne sektore u čijoj nadležnosti se nalaze planiranje, organizovanje i implementacija preuzimanja. Formiranje posebnih sektora u okviru kompanije prvenstveno zavisi od projektovanog intenziteta preuzimanja, složenosti očekivanih transakcija i prethodnog iskustva kadrova koji bi bili angažovani.<sup>169</sup> Sektor zadužen za preuzimanja ne bi trebalo posmatrati izolovano od ostatka kompanije, iz razloga što su i sama preuzimanja usko povezana sa strateškom pozicijom i opredeljenjem kompanije. Ovaj sektor u praksi nema slobodu odlučivanja već predstavlja internog savetnika i filter za interne i eksterne ideje po pitanju preuzimanja. Zaposleni u okviru sektora su zaduženi za formiranje i stalnu nadogradnju baze potencijalnih meta za preuzimanje, vrednovanje preuzimanja u kontekstu vrednosti za vlasnike, koordiniranje različitih funkcija uključenih u proces preuzimanja, koordiniranje rada sa savetnicima i analizom prethodnih akvizicija u cilju unapređenja procesa integracije.

Veoma bitna uloga gore navedenog sektora je da adekvatno strukturira tim koji će voditi proces preuzimanja. Angažovani tim mora da poseduje kompetencije iz različitih oblasti (finansije, marketing, ljudski resursi...) kako bi se obezbedila analiza projekta iz

---

<sup>168</sup> U teoriji i praksi je široko prihvaćena upotreba izraza *Due Diligence* za dijagnostički izveštaj, što će biti slučaj i u tekstu.

<sup>169</sup> Sudarsanam Sudi, 2003, *Creating Value from Mergers and Acquisitions*, Pearson Education, str. 312

različitih uglova. Kombinovanje iskustva i znanja iz različitih oblasti sa otvorenom diskusijom rezultira detaljnijom i objektivnom analizom projekta.<sup>170</sup>

Iako postoje stavovi da bi interno razvijanje kompetentnosti neophodnih u procesu preuzimanja moglo predstavljati konkurentsku prednost na tržištu,<sup>171</sup> u praksi veliki broj kompanija koristi usluge savetnika. Angažovanje savetnika u procesu preuzimanja se preporučuje:<sup>172</sup>

- Kada kompaniji nedostaje iskustvo i stručnost u procesu preuzimanja.
- Kada postoji nedostatak internih resursa i kada je neophodno proces sprovesti u izuzetno kratkim rokovima.
- U slučaju kada nije moguće obezbediti pristup informacijama o kompaniji koja se nastoji preuzeti.
- Kako bi se ostvarila objektivnost i ograničio uticaj subjektivnih stavova menadžmenta.

Usluge savetnika kompanije koriste najčešće u procesu traženja adekvatne mete, izrade *Due Diligence*, vrednovanja kompanije i kreiranja programa integracije. Zbog složenosti procesa u preuzimanja su često uključeni različiti savetnici (investicioni bankari, revizorske kuće, advokati i sl.) pa koordinacija njihove aktivnosti dodatno usložnjava ionako organizaciono zahtevan proces. Mnogi savetnici su se usled ovoga odlučili da ponude potencijalnim klijentima objedinjene usluge finansijskog, marketinškog, pravnog i tehnološkog savetovanja.

Angažovanje eminentnih savetnika ne garantuje uspešan odabir mete za preuzimanje i laganu integraciju. Često u praksi kompanije previđaju da je uloga savetnika da savetuju, a ne da donose odluke. Na ovaj način kompanije prepuštaju inicijativu savetnicima koji bi proces preuzimanja mogli voditi ka zadovoljenju najpre sopstvenih interesa. Pored zadržavanja inicijative, za uspeh preuzimanja veoma je bitno u kojoj fazi uključiti savetnike i na koji način ih opskrbiti neophodnim informacijama. Uspeh preuzimanja je svakako veći

---

<sup>170</sup> Mellen Chriss, Evan Frank, 2010, *Valuation for M&A*, Wiley & Sons, str. 75

<sup>171</sup> Ashkenas N. Ronald, DeMonaco J. Lawrence, Francis C. Suzane, Making Deal Real: How GE Capital Integrate Acquisitions, *Harvard Business Review*, Vol. 78, No. 1, January – February 1998, str. 165 - 178

<sup>172</sup> Howson Peter, 2002, *Due Diligence The Critical Stage in Mergers and Acquisitions*, Gower Publishing, str. 30



ukoliko se savetnici uključe ranije. Na ovaj način oni će moći da se detaljnije upoznaju sa stratejskom pozicijom investitora, stanjem u grani i karakteristikama potencijalne mete, tako da će analiza projekta biti mnogo realnija. Činjenica je da će nadoknada savetnika biti veća ukoliko su angažovani na duži period, ali takođe postoji mogućnost da savetnici ucenjuju klijenta po pitanju nadoknade ukoliko procene da su rokovi veoma kratki i da klijent nema odgovarajuće alternative. Sa druge strane, kompanije ne bi trebalo da angažuju savetnike pre nego što definišu koji tip usluga im je neophodan.<sup>173</sup>

Po angažovanju, neophodno je savetnicima dati određene smernice koje će njihove aktivnosti učiniti efikasnijim. Pod ovim se podrazumeva davanje informacija o strateškoj poziciji investitora, razlozima za preuzimanje i prioritnim oblastima, koji će sve savetnici biti uključeni i koje su njihove nadležnosti, obim i sadržaj izveštaja. Preciznim davanjem uputstava izbegava se da savetnik na projektu radi po sopstvenim nađenjima, da opterećuje nalogodavca obiljem nepreglednih informacija i da više savetnika obavlja isti posao. Praćenje gore navedenih preporuka obezbeđuje ekonomičnost i efikasnost angažovanja savetnika.

Do početka ekonomske krize na globalnom nivou najznačajniju ulogu u vođenju procesa preuzimanja imale su investicione banke. Angažovanje investicionih banaka je u tom periodu raslo usled povećanja broja velikih međunarodnih preuzimanja i povećanja broja preuzimanja u Evropi, naročito Nemačkoj.<sup>174</sup> Međutim, ekonomska kriza je izazvala velike potrese u ovom segmentu finansijskog sektora koji se odlikovao pre svega izuzetno velikim finansijskim leveridžom i relativno blagom regulativom. Neke od vodećih investicionih banaka su likvidirane, druge su preuzete od komercijalnih banaka, dok su se treće restrukturirale i postale komercijalne u cilju da obezbede svež kapital po osnovu depozita i kredita za likvidnost koje je odobravao FED (*Federal Reserve System*). Glavnu ulogu u procesu preuzimanja imaju tzv. univerzalne banke koje klijentima nude kako usluge investicionog tako i komercijalnog bankarstva. U tzv. segmentu mega transakcija, vrednosti preko 1 milijarde USD, dominira par velikih kompanija dok je segment srednjih i

---

<sup>173</sup> Isto, str. 37

<sup>174</sup> Hitt A. Michael, Harrison S. Jeffrey, Ireland R. Duane, 2001, *Mergers and Acquisitions, A Guide to Creating Value for Stakeholders*, Oxford University Press, str. 25

malih preuzimanja predmet oštre konkurencije. Tabelom 2.4. prikazane su najveće kompanije koje pružaju usluge finansijskog savetovanja u procesu preuzimanja:

*Tabela 2.4. Najveći finansijski savetnici za preuzimanja u 2011. godini*

Investiciona Banka	Nadoknada		Investiciona Banka	Vrednost preuzimanja	
	2011 u milionima USD	Stopa rasta %		2011 u milionima USD	Stopa rasta %
Goldman Sachs	1.820,19	-7,0%	Goldman Sachs	585.978	22,0%
Morgan Stanley	1.697,98	15,0%	Morgan Stanley	451.669	-8,0%
JP Morgan	1.617,83	16,0%	JP Morgan	424.752	18,0%
Credit Suisse	1.167,88	13,0%	Credit Suisse	341.309	-20,0%
Bank of America - Merrill Lynch	1.148,70	23,0%	Barclays	339.016	29,0%
UBS	1.063,27	24,0%	Bank of America - Merrill Lynch	315.276	15,0%
Deutsche Bank	879,91	7,0%	Citi	292.562	-7,0%
Barclays	780,39	5,0%	Lazard	242.784	20,0%
Citi	749,84	4,0%	Deutsche Bank	242.789	-12,0%
Lazard	700,80	-14,0%	UBS	227.165	-14,0%

Izvor: <http://markets.ft.com/investmentBanking/tablesAndTrends.asp>

Investicioni savetnici u preuzimanjima imaju dve bitne uloge. Prva (*menadžerska hipoteza*) se odnosi na identifikovanje kandidata za preuzimanje, utvrđivanje potencijalnih izvora sinergije, načina realizacije sinergije i utvrđivanje „fer vrednosti“ mete. Druga (*pregovaračka hipoteza*) se odnosi na sposobnost savetnika da klijentu omogući realizaciju preuzimanja uz minimalne troškove. Savetnik u ovom slučaju minimizira plaćanje premije za preuzimanje, čime investitor privlači veći deo sinergetskih efekata nastalih po osnovu preuzimanja.<sup>175</sup> Uloga investicionih savetnika i njihov uticaj na stvaranje vrednosti bila je predmet analize ograničenog broja studija, uglavnom baziranim na transakcijama u SAD.

U teoriji i praksi postoje stavovi pojedinaca koji se krajnje negativno odnose prema ulozi savetnika u procesu preuzimanja. Među kritičarima uloge investicionih savetnika se naročito ističe *Michael Porter* koji navodi da sama preuzimanja ne dovode do stvaranja vrednosti za vlasnike kompanije nego za investicione savetnike.<sup>176</sup> Svoj stav *Porter* zasniva na velikom procentu neuspeha kod preuzimanja i kasnijem dezinvestiranju iz preuzetih kompanija. On uzrok neuspeha dobrim delom vidi u investicionim savetnicima koji su u sukobu interesa, nadoknada se utvrđuje kao procenat od vrednosti preuzimanja, i ne

<sup>175</sup> Kale Jayant, Kini Omesh, Harly E. Ryan, Financial Advisors and Shareholder Wealth Gains in Corporate Takeovers, *Journal of Financial and Quantative Analysis*, Vol. 3, No. 2, September 2003, str. 475 - 501

<sup>176</sup> Porter Michael, From Competitive Advantage to Corporate Advantage, *Harvard Business Review*, Vol. 65, No. 3, 1987, str. 43 - 59

razumeju u potpunosti strategiju klijenta zbog čega često daju preporuke za transakcije koje nisu u interesu vlasnika.

Empirijska istraživanja koja su analizirala performanse preuzimanja u zavisnosti od angažovanja investicionih savetnika nisu dala potvrdu gore navedenih pretpostavki. Istraživanje koje se bavilo komparativnom analizom samostalnog ili preuzimanja uz pomoć investicionih savetnika je pokazalo da je uloga savetnika opravdana kod složenijih transakcija (neprijateljska preuzimanja, veći stepen diversifikacije mete i postojanje asimetričnih informacija).<sup>177</sup> Slično istraživanje, najcitiranije iz ove oblasti, je empirijski, na osnovu iznadprosečnih prinosa, potvrdilo *menadžersku hipotezu*, odnosno superiornost investicionih savetnika u odabiru mete za preuzimanje.<sup>178</sup> Pitanje *pregovaračke hipoteze*, kao jedne od uloga savetnika, je razmatrano sa aspekta uticaja reputacije investicionih banaka na performanse preuzimanja. Analizirajući angažovanje „prvoklasnih“ i investicionih banaka „drugog reda“ došlo se do zaključka da prestižniji investicioni bankari povećavaju verovatnoću uspeha transakcije,<sup>179</sup> a ako su ih angažovali samo investitori, a ne i meta dolazi do preliivanja vrednosti ka investitoru usled nižih premija.<sup>180</sup>

Jedna od glavnih kritika investicionih savetnika se odnosi na nadoknade za njihovo angažovanje, a koje su veoma velike u apsolutnim iznosima, zbog čega mogu dovesti do preliivanja vrednosti od investitora ka postojećim vlasnicima. Budući da su nadoknade savetnicima veoma mali procenat od vrednosti transakcije, ovo preliivanje je opravdano ukoliko imamo u vidu pozitivne efekte po osnovu angažovanja savetnika. Empirijska istraživanja koja su se bavila ovom tematikom su ukazala na veću verovatnoću uspeha i brzinu transakcije ukoliko su u njoj aktivno angažovani investicioni bankari.<sup>181</sup> Rezultati

---

<sup>177</sup> Serveas Henri, Zenner Marc, The Role of Investment Bank in Acquisitions, *The Review of Financial Studies*, Vol. 9, No. 3, Fall 1996, str. 787 - 815

<sup>178</sup> Bowers M. Helen, Miller E. Robert, Choice of Investment Banker and Shareholders' Wealth of Firms Involved in Acquisitions, *Financial Management*, Vol. 19, No. 4, Winter 1990, str. 34 - 44

<sup>179</sup> Kale R. Jayant, Kini Omesh, Harly E. Ryan, Financial Advisors and Shareholder Wealth Gains in Corporate Takeovers, *Journal of Financial and Quantative Analysis*, Vol. 3, No. 2, September 2003, str. 475 - 501

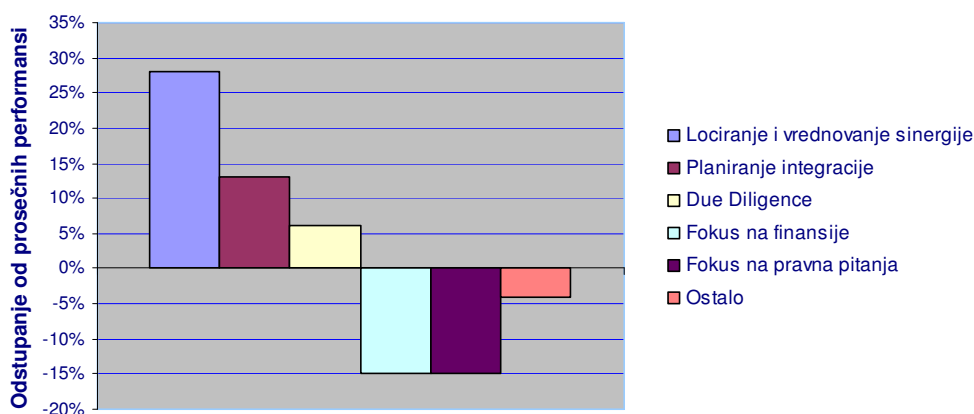
<sup>180</sup> Ismail Ahmad, Are Good Financial Advisor Really Good? The performance of Investment Banks in the M&A Market, *Review Quantitative Financial Account*, Vol. 35, No. 4, 2010, str. 411 - 429

<sup>181</sup> Hunter C. William, Jagtiani Julap, An Analysis of Advisor Choice, Fees, and Effort in Mergers and Acquisitions, *Review of Financial Economies*, Vol. 12, No. 1, 2003, str. 65 - 81

studije se objašnjavaju stručnošću savetnika da izvrše selekciju kandidata za preuzimanje, ali i posedovanje iskustva u procesu pregovaranja i vođenja *Due Diligence* procesa.

Brojne analize su pokušale da utvrde kritične elemente koji dovode do visoke stope neuspeha kod preuzimanja. Većina istraživača iz ove oblasti podjednaku važnost daje aktivnostima pre preuzimanja i nakon preuzimanja. Istraživanje koje je sproveo KPMG, a koje su autori iz ove oblasti često citirali, ukazuje da uspešno izvedene predakvizicione aktivnosti dovode do iznadprosečnih performansi preuzimanja.

Grafikon 2.5. Predakvizicione aktivnosti koje doprinose uspehu preuzimanja



Izvor: KPMG, 1998, *Unlocking Shareholder Value*, str. 10

Rezultati navedenog istraživanja su ukazali na značaj utvrđivanja i vrednovanja izvora sinergije, na planiranje integracije i konačno na proces samog *Due Diligencea*. U istraživanju koje je vršeno pošlo se od poimanja *Due Diligence* u užem smislu, koji podrazumeva minimum pravni i finansijski *Due Diligence*, sa uvidom u efikasnost internih procedura koje stoje iza dokumenata koje se koriste kao inputi.<sup>182</sup> Usko poimanje *Due Diligence* dovodi do toga da se on posmatra kao instrument koji treba da doprinese identifikovanju i upravljanju rizikom u procesu preuzimanja.<sup>183</sup> Suviše usko poimanje *Due Diligence* može predstavljati jedan od glavnih uzroka kasnijih neuspeha u procesu integracije. U istraživanju, koje je obuhvatilo 250 menadžera koji su upravljali preuzimanjem, više od 50% ispitanika kao jedan od glavnih uzroka neuspeha navelo je da

<sup>182</sup> Lajoux Reed Alexandra, Elson M. Charles, 2011, *The Art of M&A Due Diligence*, McGraw Hill, str. 7

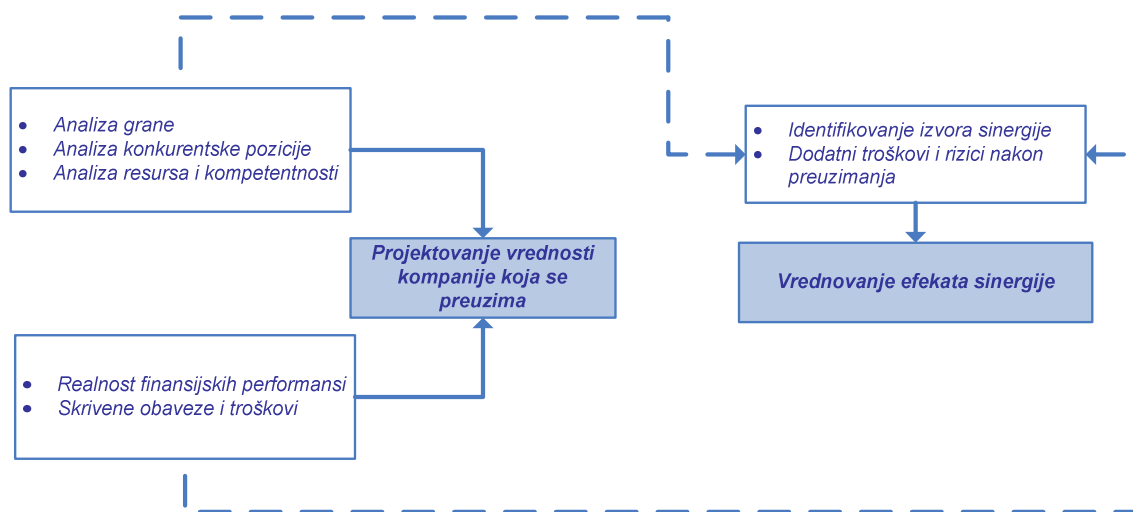
<sup>183</sup> Childs L. Rick, Successful Acquisitions Strategies Require Due Diligence, *Bank Accounting & Finance*, Vol. 20, No. 6, October – November 2007, str. 21 - 24

*Due Diligence* nije uspeo da „osvetli“ kritične oblasti preuzimanja, dok je svega trećina ispitanika iskazala zadovoljstvo rezultatima *Due Diligence* procesa.<sup>184</sup>

Rezultati ovakvih istraživanja ukazuju da *Due Diligence* nije samo verifikacija pravnog i finansijskog stanja, analiza prošlih performansi, već identifikovanje strategijske opravdanosti preuzimanja i sposobnosti kompanije da na osnovu preuzimanja kreira vrednost. Zato gore grafikon 2.5. možemo posmatrati u drugačijem kontekstu. U širem smislu uloga *Due Diligence* procesa je da utvrdi i vrednuje izvore sinergije, ali predstavlja i input u kreiranju plana integracije. Stoga je uticaj *Due Diligence* na performanse preuzimanja značajno veći nego što je prikazano grafikonom 2.5.

*Due Diligence* bi trebalo da doprinese analizi celokupne finansijske, strategijske i organizacione pozicije kandidata za preuzimanje, ali i da identifikuje izvore sinergije i dodatne troškove nakon preuzimanja. Stoga je oblast koju obuhvata ovaj proces veoma široka uz angažovanje stručnjaka iz različitih oblasti. Grafički bi celokupan proces mogao da se prikaže kao analiza prošlih performansi kandidata za preuzimanje i identifikovanje izvora sinergije.

**Grafikon 2.6. Šematski prikaz *Due Diligence* procesa**



**Izvor:** Originalan grafik

<sup>184</sup> Grob Jay, Meacham Matthew, 2002, *The Merger Before the Merger*, Bain Company, str. 2

Prva, a u praksi ponekad i jedina oblast, koju kompanije analiziraju kroz *Due Diligence* je analiza finansijskih performansi. Analiza finansijskih performansi i položaja preduzeća se sprovodi kroz izradu finansijskog *Due Diligence*. Za potrebe sastavljanja finansijskog *Due Diligence*, naročito kod međunarodnog preuzimanja, koriste se usluge međunarodnih revizorskih kompanija. Iako se u ovom procesu koriste usluge revizorskih kompanija postoje velike razlike između revizije i izrade *Due Diligence*. Naime, revizijom se verifikuju performanse u prethodnom periodu dok se *Due Diligenceom* nastoje objasniti performanse, što će poslužiti kao platforma za projektovanje budućih performansi. U procesu sastavljanja finansijskog *Due Diligence* koristi se finansijska i računovodstvena dokumentacija preduzeća, ali su veoma bitni podaci koji se dobijaju na osnovu intervju sa menadžmentom kompanije.

Prvi korak u ovom procesu predstavlja analiza imovine iskazane u poslovnim knjigama. Kod osnovnih sredstava neophodno je utvrditi vlasnički osnov, da li je imovina "pokrivena" vlasničkim papirima, i realnost vrednosti imovine koja se vodi u poslovnim knjigama. Ukoliko nije vršena procena vrednosti imovine po MRS<sup>185</sup>, već je imovina iskazana po nabavnim cenama, najčešće dolazi do potcenjivanja imovine, što može predstavljati "skriveno blago" u procesu preuzimanja.<sup>186</sup> Pravo umeće predstavlja procena realnosti nematerijalne imovine koja često može biti izvor konkurentske prednosti. Analiza ovog oblika imovine se vrši koordinirano uz pravne savetnike koji proveravaju validnost patenata i pravnu zaštitu marki. U praksi najčešće manipulacije kod proizvodnih delatnosti se dešavaju prilikom vrednovanja zaliha i nedovršene proizvodnje. Procentualno male vrednosti nedovršene proizvodnje ili zaliha mogu u velikoj meri da utiču na iskazane rezultate u bilansu uspeha. Kada je u pitanju vrednovanje obaveza, neophodno je verifikovati obaveze iz internih transakcija, usled primene transfernih cena, i eventualno preuzete garancije i jemstva. U postupak analize obaveza su pored revizora često uključeni i pravnici, koji pored realnosti obaveza kreiraju mehanizme zaštite u slučaju da nakon preuzimanja dođe do identifikovanja skrivenih obaveza. Prilikom analize finansijskih performansi često se zapostavlja analiza izveštaja o novčanim tokovima. Svako ozbiljnije

---

<sup>185</sup> Međunarodni računovodstveni standardi

<sup>186</sup> Lajoux Reed Alexandra, Elson M. Charles, 2011, *The Art of M&A Due Diligence*, McGraw Hill, str. 38

odstupanje izveštaja o novčanim tokovima od iskazanog profita zahteva dodatnu pažnju i objašnjenje.<sup>187</sup>

Analiza i verifikacija finansijskih performansi se zasniva na informacijama dobijenim od strane kandidata za preuzimanja i okrenuta je uglavnom prošlom i trenutnom stanju. Strategijsku logiku preuzimanja ne bi trebalo tražiti u prošlim performansama kandidata već u njegovoj konkurentskoj poziciji. Na ovaj način investitor nastoji da otkrije poziciju mete u konkurentskom ambijentu i njenu održivost. Analiza grane bi, prema Porteru, trebalo da ukaže na pozitivne i negativne aspekte poslovnog ambijenta koji bi u budućnosti mogli da imaju uticaj na konkurentski položaj mete. Analiza dobija na složenosti ukoliko metu predstavlja široko diversifikovano preduzeće i kada dolazi do preklapanja grana i pritiska supstituta. Veoma je bitno proceniti da li je grana geografskog, regionalnog ili nacionalnog karaktera i da li preuzimanjem ima osnova da se vrši geografska diversifikacija poslovnih operacija.<sup>188</sup> Pravilnim vrednovanjem karaktera, veličine i stopa rasta grane moguće je identifikovati izvore sinergije usled diversifikacije prihoda, ali i plasiranja postojećih proizvoda na nova tržišta.

U ovoj fazi je neophodno utvrditi strukturu grane po geografskom kriterijumu, tipovima proizvoda i segmentima kupaca. Dobijene informacije će pomoći da se identifikuju ciljni segmenti mete i njihove potrebe, nepokriveni segmenti, lojalnost kupaca i njihova osetljivost na aktivnosti konkurenata.<sup>189</sup> Istovremeno će se analizirati da li kod targetirane grupe kupaca postoji tražnja za proizvodima investitora, da li se postojeći kanali distribucije mogu koristiti za zadovoljenje tražnje u drugim segmentima koji nisu u punoj meri zadovoljeni i slično.

Kada je u pitanju konkurencija trebalo bi identifikovati glavne konkurente u zavisnosti od geografskih područja i segmenata kojima preduzeće pripada. Po identifikovanju konkurenata trebalo bi utvrditi koji su njihovi ciljevi na tržištu, koju strategiju primenjuju i što je još bitnije, utvrditi njihovu reakciju na eventualno

---

<sup>187</sup> Howson Peter, 2002, *Due Diligence the Critical Stage in Mergers and Acquisitions*, Gower Publishing, str. 77

<sup>188</sup> Howson Peter, 2006, *Commercial Due Diligence The Key to Understanding Value in Acquisitions*, Gower Publishing, str. 68

<sup>189</sup> Cullinan Geofry, Jean Marc Le Roux, Rolf Magnus Weddigen, When to Walk Away from a Deal, *Business Harvard Review*, Vol. 82, No. 4, April 2004, str. 97 - 104

preuzimanje. Cilj ovog istraživanja je da se utvrdi koje su njihove konkurentske prednosti, da li preduzeće može da ih nadomesti i kako će reakcija konkurencije u budućnosti uticati na profitabilnost pojedinih tržišnih segmenata. Prilikom utvrđivanja ovih činjenica ne sme se osloniti samo na informacije koje daje menadžment mete već se moraju prikupiti informacije iz nezavisnih izvora. Na ovaj način kompanija već prikuplja inpute koji su neophodni za eventualnu reviziju tržišne strategije.

Nakon analize eksternih efekata pristupa se analizi interne osposobljenosti preduzeća da odgovori na izazove konkurentskog ambijenta. Iako je resurse, naročito nematerijalne, veoma teško vrednovati, suviše je riskantno ne analizirati ih u predakvizicionom periodu. Resursi mete predstavljaju ograničavajući faktor u primeni postakvizicione strategije. U ovoj fazi bi trebalo utvrditi kojom tehnologijom raspolaže meta, koliko postojeća tehnologija doprinosi satisfakciji potrošača, koja su neophodna ulaganja u tehnologiju da bi se odgovorilo izazovima u budućnosti i da li je moguće nakon preuzimanja redukovati proizvodne kapacitete. Pored toga, neophodno je utvrditi da li je *know how* investitora moguće inkorporirati u poslovanje mete ili obratno. Osim tehnologije vrši se i analiza ljudskih resursa kako bi se utvrdio prostor za racionalizaciju, načini usklađivanja korporativnih kultura ali i mogućnosti za širenje najbolje prakse kod kadrova na nivou celog sistema.

Istorijska analiza poslovanja, konkurentske pozicije, resursa i kompetentnosti bi trebalo da da odgovor na pitanje kolika je vrednost mete pre preuzimanja i gde se nalaze i koliki su efekti sinergije. Pored sinergije, operativne i finansijske, u ovom procesu je neophodno identifikovati i dodatne troškove koji mogu da nastanu u procesu integracije. Ovi troškovi se odnose na neophodne dodatne investicije kako bi se ostvarili puni efekti sinergije ali i, usled različitih kultura, konflikte između menadžmenta koji mogu da dovedu do neiskorišćavanja poslovnih prilika.<sup>190</sup>

*Due Diligence* predstavlja kritičan faktor uspeha preuzimanja pa oslobođen subjektivnih zaključaka. Stoga mnoge kompanije zahtevaju da odluka o preuzimanju bude doneta na bordu direktora, pri čemu je poželjno da u donošenje odluke budu uključeni i nezavisni članovi. Kod međunarodnih preuzimanja objektivnost *Due diligence* procesa je

---

<sup>190</sup> Isto



još teže obezbediti usled razlika u kulturi. Razlike u kulturi mete i investitora su uzrok različitih očekivanja od preuzimanja, ali i od *Due diligence* procesa.<sup>191</sup> Ukoliko obe strane insistiraju na objektivnosti svog pristupa ovom procesu može doći do pogrešnih interpretacija njegovih rezultata. Rezultati jedne od studija koja se bavila uticajem kulture na *Due diligence* proces su ukazali na različita očekivanja evropskih menadžera od ovog procesa.

**Tabela 2.5. Značaj pojedinih delova Due Diligence u zavisnosti od kulturne pripadnosti investitora**

	Velika Britanija	Francuska	Nemačka	Holandija	Švedska	Švajcarska
Sigurnost da ne postoje "skrivenne obaveze"	1	1	1	1	1	1
Uvid u postojeći menadžment	2	2	3	3	2	5
Pomoć prilikom pregovaranja	3	3	4	2	3	2
Uvid u stanje grane	5	5	1	6	6	3
Input u procesu integracije	3	5	5	3	4	4
Vrednovanje kulturnog fita	6	4	5	3	4	5

**Izvor:** Angwin Dancan, Mergers and Acquisitions across European Borders: National Perspectives on Preacquisitions Due Diligence and the Use of Professional Advisers, *Journal of World Business*, Vol 36. No.1, 2001, str. 32 - 57

Evropski menadžeri zaduženi za preuzimanja koji su učestvovali u istraživanju su imali zadatak da rangiraju od 1 do 6 značaj pojedinih ciljeva koji se očekuju od *Due Diligence* procesa. Odmah je uočljivo da svi ispitanici od *Due Diligence* procesa očekuju da minimizira rizik od skrivenih obaveza. Stoga je jasno da se najveća pažnja poklanja analizi finansijskih izveštaja i pravnoj analizi preduzeća. Interesantno je da osim menadžera iz Nemačke svi ostali veoma nisko vrednuju ulogu *Due Diligence* u utvrđivanju stanja u grani i pozicije mete u njoj. Kulturološke razlike imaju uticaj na vođenje *Due Diligence* procesa, a samim tim i kasniju integraciju, odnosno utvrđivanje uzroka uspeha i neuspeha.

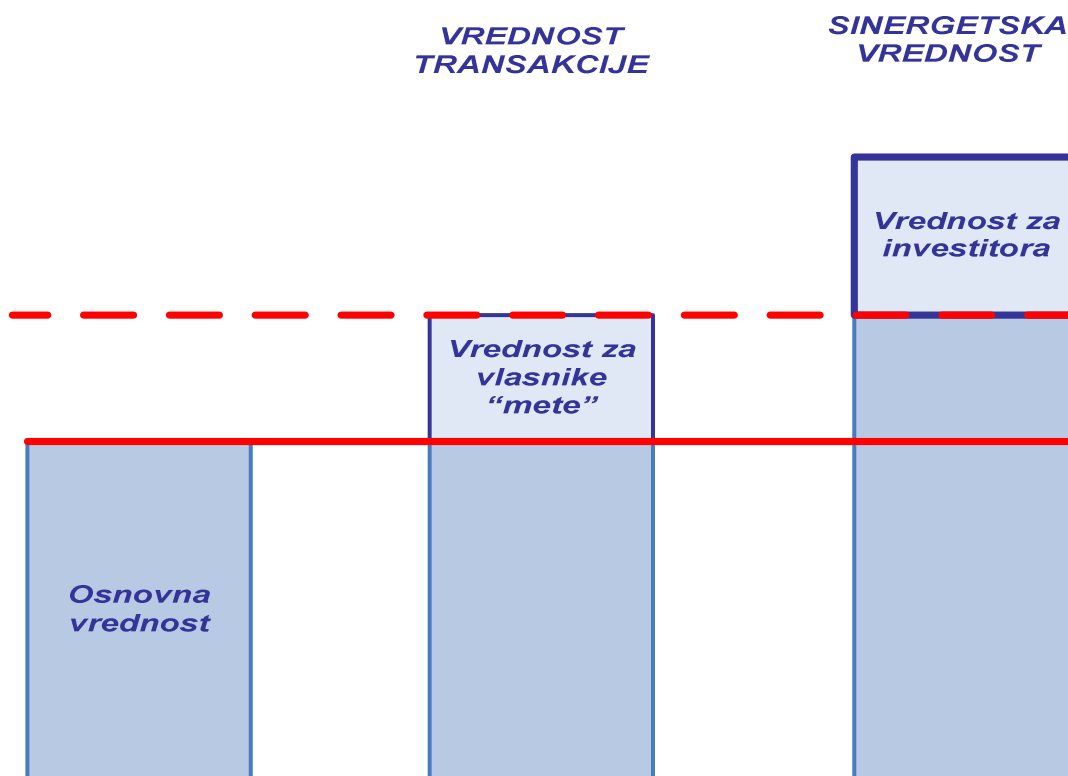
### 5. Metode vrednovanja subjekta preuzimanja

Nakon sveobuhvatne analize poslovanja potencijalne mete sledeći korak u procesu preuzimanja predstavlja njeno vrednovanje. Inpute za vrednovanje mete predstavljaju informacije dobijene kroz *Due Diligence* ali i podaci o sopstvenoj kompetentnosti da se

<sup>191</sup> Angwin Dancan, Mergers and Acquisitions across European Borders: National Perspectives on Preacquisitions Due Diligence and the Use of Professional Advisers, *Journal of World Business*, Vol 36. No.1, 2001, str. 32 - 57

nakon preuzimanja unapredi proces poslovanja. Proces vrednovanja bi trebalo posmatrati u kontekstu kreiranja vrednosti za vlasnike. Vrednovanje, koje nije egzaktan proces, se koristi kao smernica u procesu pregovaranja i reper za utvrđivanje konačne vrednosti transakcije. U procesu vrednovanja investitori se susreću sa više tipova cene kompanije koju žele da preuzmu, što je prikazano grafikonom 2.7.

*Grafikon 2.7. Različiti tipovi cene u procesu preuzimanja*



*Izvor:* Eccles G. Robert, Lanes Kersten, Wilson Thomas, Are You Paying Too Much for That Acquisitions?, *Business Harvard Review*, Vol. 77, No. 4, July – August 1999, str. 136 – 146

Osnovna vrednost se odnosi na samostalnu vrednost kompanije pre preuzimanja. U slučaju kompanija koje se kotiraju na berzi u pitanju je tržišna vrednost, kod kompanija u privatnom vlasništvu koje se ne kotiraju na berzi u pitanju je procenjena samostalna vrednost, dok je kod preduzeća koja se privatizuju to početna cena na aukciji ili najniža zahtevana cena na tenderu. Sledeći bitan tip cene predstavlja vrednost po kojoj je zaključena transakcija. Razliku između kupoprodajne i osnovne cene predstavlja kreirana vrednost za vlasnike mete, odnosno vrednost koja je od budućih sinergestkih efekata prelivena ka postojećim vlasnicima. Konačno, sinergetska vrednost predstavlja vrednost

kompanije nakon preuzimanja koju novi vlasnik može da ostvari po osnovu operativne i finansijske sinergije. Sinergetska vrednost predstavlja maksimalnu vrednost koju investitor može prihvatiti u procesu pregovaranja, jer svaka cena preko nje vodi do uništavanja vrednosti za investitora.<sup>192</sup>

Ostvarenje sinergetskih efekata u velikoj meri zavisi od kompatibilnosti resursa investitora i mete, kao i kompetentnosti investitora da adekvatno integriše metu. Ukoliko ovo imamo u vidu sasvim je jasno da ne postoji univerzalna cena kompanije na tržištu. Naime, usled različitih mogućnosti ostvarivanja sinergetskih efekata investitori će “sinergetsku vrednost” procenjivati na različitom nivou, zbog čega će nuditi i različite cene u procesu pregovaranja. U praksi investitori često plaćaju cenu koja je viša od “sinergetske vrednosti”. U ovom slučaju preuzimanje se posmatra kao deo projekta koji doprinosi ostvarivanju dugoročnih strateških ciljeva.<sup>193</sup> Prilikom opredeljivanja za preuzimanja uprkos “ciframa” koje ga ne podržavaju bi trebalo biti krajnje oprezan. Naime, celokupno preuzimanje se mora pažljivo razmotriti sa stratejskog aspekta i isključiti emocije koje su često sastavni deo ovog procesa.<sup>194</sup>

Vrednovanje nije strogo precizan proces usled čega je investitor izložen riziku procene. Rizik procene je određen kvalitetom i dostupnošću podataka, koji sa druge strane zavise od toga da li je u pitanju kompanija koja se kotira na berzi, privatna a ne listirana kompanija ili kompanija koja se privatizuje. Pored navedenog, rizik procene će u velikoj meri biti determinisan tipom preuzimanja, dobrovoljno ili neprijateljsko, vremenom iskorišćenim za pripremanje ponude i obuhvatom *Due diligence*.<sup>195</sup> U praksi investicioni savetnici koriste veliki broj metoda vrednovanja kompanija pri preuzimanju ali se sve one mogu klasifikovati na sledeći način: 1. metode zasnovane na imovini 2. metode bazirane na diskontovanju slobodnih novčanih tokova (*Discount Cash Flow* - DFC) 3. metode bazirane na tržišnim transakcijama, odnosno multiplikatorima.

---

<sup>192</sup> Rapport Alfred, 1998, *Creating Shareholder Value*, The Free Press, str. 140

<sup>193</sup> Isto, str. 141

<sup>194</sup> Eccles G. Robert, Lanes Kersten, Wilson Thomas, Are You Paying Too Much for That Acquisitions?, *Business Harvard Review*, Vol. 77, No. 4, July – August 1999, str. 136 – 146

<sup>195</sup> Sudarsanam Sudi, 2003, *Creating Value from Mergers and Acquisitions*, Pearson Education, str. 312

Metode koje se zasnivaju na troškovima – imovini u prvi plan stavljaju imovinu i obaveze koje su iskazane u bilansu stanja. Neto kapital preduzeća se dobija svođenjem vrednosti imovine i obaveza sa istorijskih na “fer tržišne vrednosti”, a zatim njihovim sučeljavanjem. Ovaj metod procene se u praksi nikada ne koristi kao jedini, ali se često koristi kao korektivni metod uz druge metode.

Veliku popularnost među investitorima stekle su metode koje se baziraju na novčanim tokovima. Upotreba ovih metoda se zasniva na projektovanju slobodnih novčanih tokova koje kompanija može da odbaci u budućnosti, pri čemu se novčani tokovi svode na sadašnju vrednost primenom adekvatne diskontne stope. Iako se u praksi koristi više tipova ovih metoda, biće prikazana procena vrednosti firme primenom metode neto gotovinskih tokova za vlasnike. Metoda se bazira na primeni formule 2.1.<sup>196</sup>

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFE_t}{(1+rs)^t} \quad \text{formula 2.1.}$$

V – Vrednost kompanije koja se preuzima

FCFE – slobodan novčani tok kompanije koja se preuzima

rs – Cena sopstvenog kapitala

Procena vrednosti mete po metodi DCF ima za cilj da svede na sadašnju vrednost, putem diskontovanja, buduće slobodne novčane tokove koji su na raspolaganju vlasniku. Prilikom korišćenja DFC metode investitori implicitno uključuju samo imovinu koja doprinosi generisanju novčanih tokova. Kada kompanija poseduje neposlovnu imovinu koja ima tržišnu vrednost ali ne doprinosi generisanju gotovine, neophodno je vrednost kompanije dobijenu DFC metodom korigovati na više za vrednost neposlovne imovine.<sup>197</sup>

Jednu od najbitnijih stavki u procesu vrednovanja kompanije predstavlja projektovanje slobodnih novčanih tokova. U ovom obliku DFC metode se koriste slobodni novčani tokovi na sopstveni kapital koji se računaju po obrascu:<sup>198</sup>

---

<sup>196</sup> Brigham F. Eugene, Ehrhardt Michael, 2008, *Financial Management, Theory and Practice*, Thomson South Western, str. 898

<sup>197</sup> Gaughan Patrick, 2007, *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring*, Wiley & Sons, str. 539

<sup>198</sup> DePamphilis, 2010, *Mergers, Acquisitions, and other Restructuring Activities*, Elsevier, str. 252

- + Neto dobit nakon oporezivanja
- + Amortizacija
- Ulaganje u osnovna sredstva
- + Neto promena na obrtnim sredstvima
- + Neto promene na kreditima
- + Promene na kapitalu usled dokapitalizacije i podizanja dobiti

FCFE

*formula 2.2.*

Slobodan novčani tok na sopstveni kapital počiva na diskontovanju novčanih tokova koji ostaju na raspolaganju vlasnicima nakon pokrivanja troškova finansiranja po osnovu obaveza. Za projektovanje slobodnih novčanih tokova na sopstveni kapital je najbitnije kako projektovati neto dobit preduzeća u narednom periodu, odnosno prihode i troškove. Prilikom projektovanja troškova bi trebalo uzeti u obzir stope rasta prihoda u narednom periodu koje će nastati po osnovu internih sposobnosti mete ali i uvećanje prihoda koje će nastati po osnovu operativne sinergije. Kod projekcije troškova neophodno je relevantne troškove adekvatno klasifikovati na fiksne, varijabilne i relativno varijabilne. Prilikom projekcije bi trebalo imati u vidu sve moguće uštede koje mogu nastati po osnovu operativne sinergije. Naime, usled operativne sinergije doći će do smanjenja ili totalnog ukidanja nekih fiksnih troškova (npr. troškovi radne snage administracije) ali i do smanjenja učešća varijabilnih troškova u poslovnim prihodima (uvođenje novih procesa). Pored toga, pri projektovanju bi trebalo imati u vidu da li će preuzimanje dovesti do smanjenja cene pozajmljenog kapitala, finansijska sinergija, što će se odraziti na neto dobitak preduzeća.

Kod preuzimanja u tranzicionim zemljama neophodno je izvršiti usklađivanje novčanih tokova po još nekim osnovama. Naime, vlasnici kompanija u tranzicionim zemljama često svoje nadoknade isplaćuju putem plate, a ne isplatom dividende. Na ovaj način se stiče pogrešna slika o troškovima preduzeća, a trebalo bi imati u vidu da isplata zarade i dividende imaju različit poreski tretman. Pored navedenog vlasnici kompanija često prevaljuju lične troškove na teret kompanija, čime se dobija iskrivljena slika o

zarađivačkoj sposobnosti kompanije.<sup>199</sup> Preuzimanje kompanije u inostranstvu investitore izlaže postojanju deviznog rizika, koji bi mogao u budućnosti značajno oscilirati zbog čega bi se cela investicija mogla pokazati neadekvatnom. Procenitelji u ovim situacijama imaju na raspolaganju dve mogućnosti: da pri transliranju u matičnu valutu primenjuju budući devizni kurs ili da vrše transliranje na osnovu tekućeg deviznog kursa. Ukoliko se transliranje vrši po budućem deviznom kursu onda se slobodni novčani tok konvertuje u inostranu valutu po očekivanom deviznom kursu u trenutku kada se oslobađa novčani tok. U ovom slučaju bi diskontovanje trebalo vršiti diskontnom stopom koja je karakteristična za matičnu zemlju investitora. U praksi je mnogo češći slučaj da se nakon utvrđivanja vrednosti kompanije DFC metodom izvrši njeno transliranje po tada važećem deviznom kursu, pri čemu se primenjuje diskontna stopa karakteristična za zemlju iz koje potiče meta.<sup>200</sup> Jedna od odlika tranzicionih zemalja često je i visoka inflacija. Pitanje je i kako prilikom vrednovanja mete u procenu uključiti uticaj inflacije. Ukoliko se projektovanje vrši u nominalnim vrednostima, neophodno je diskontnu stopu korigovati za iznos očekivane inflacije. Međutim, kada se projektovanje vrši u tzv. „stalnim cenama“ diskontna stopa se ne koriguje za iznos inflacije.<sup>201</sup>

U praksi kompanije vrše projektovanje novčanog toka na sopstveni kapital u određenom vremenskom periodu. Projektovanje novčanog toka na sopstveni kapital vrši se na period od 3 do 10 godina, mada se može primenjivati i neki duži period. Prema jednom istraživanju 55% kompanija projektuje novčane tokove za period do 7 godina, dok 32% vrši projektovanje za period od 8 do 10 godina.<sup>202</sup> Što je period projektovanja duži, veća je verovatnoća da projektovane vrednosti budu nerealne. Da bi se dobila puna vrednost kompanije na sadašnju vrednost novčanih tokova u projektovanom periodu se dodaje sadašnja vrednost novčanih tokova koje će preduzeće odbaciti nakon projekotovanja, što se može predstaviti formulom 2.3.

---

<sup>199</sup> Pereiro Louis, 2002, *Valuation of Companies in Emerging markets*, Wiley&Sons, str. 96

<sup>200</sup> Weaver Samuel, Harris Robert, Bielinski Daniel, MacKanzai Kenneth, *Merger and Acquisition Valuation, Financial Management*, Vol. 20, No. 2, Sumer 1991, str. 85 - 96

<sup>201</sup> Pereiro Louis, 2002, *Valuation of Companies in Emerging Markets*, Wiley&Sons, str. 99

<sup>202</sup> Mohan Nancy, Ainina Fall, Kaufman Daniel, Winger Bernard, *Acquisition/Divesture Valuation Practices in Major US Firms, Financial Practice and Education*, Vol. 1, No. 1, Spring 1991, str. 73 - 81

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFE_t}{(1+rs)^t} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+rs)^t} + \frac{FCFE_n}{rs-g} * (1+g) \quad \text{formula 2.3.}$$

Slobodni novčani tok na sopstveni kapital u poslednjoj godini projekcije se diskontuje razlikom između cene kapitala i stope rasta u tzv. rezidualnom periodu, a zatim množi stopom rasta. Ovo predstavlja projektovanje novčanih tokova u rezidualnom periodu po tzv. Gordonovom metodu. Stopa rasta kompanije u rezidualnom periodu se odnosi na beskonačnost, zbog čega bi trebalo biti veoma oprezan sa njenom primenom. U praksi pojedini procenitelji operišu sa velikom stopom rasta u rezidualnom periodu, koje se kreću do 30%, ali zanemaruju veoma bitnu činjenicu da se radi o stopi rasta kompanije u *beskonačnom* periodu. Ovakve prognoze nisu realne, tako da se predlaže korišćenje stope rasta u rasponu od 3% do 5%.<sup>203</sup> Veoma male oscilacije u rezidualnoj stopi rasta mogu da dovedu do značajnih promena vrednosti zbog čega je potrebna velika opreznost u njenoj primeni.

Poseban izazov za vrednovanje mete u procesu preuzimanja metodom DCF predstavlja utvrđivanje cene kapitala kojom će se budući novčani tokovi svoditi na sadašnju vrednost. Pitanje upotrebe adekvatne cene kapitala prilikom upotrebe DCF metoda je zaokupljalo posebnu pažnju kako praktičara tako i teoretičara. Ovo pitanje koje je veoma kompleksno, dodatno dobija na složenosti prilikom međunarodnih preuzimanja, kada je u cenu kapitala potrebno uključiti i rizike nastale po osnovu međunarodnog karaktera transakcije. Analiza ovog pitanja će otpočeti sa analizom cene kapitala kod domaćih preuzimanja, a zatim neophodnim korekcijama za inostrana preuzimanja.

Kod primene DCF metode na sopstveni kapital se upotrebljava cena sopstvenog kapitala, dok se kod nekih drugih oblika DCF metode primenjuje prosečna cena ukupnog kapitala (pozajmljenog i sopstvenog). Cena sopstvenog kapitala se najčešće izražava formulom 2.4.

$$R_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) + R_u \quad \text{formula 2.4.}$$

$R_e$  – Cena sopstvenog kapitala

$R_f$  – Prinos na bezrizična ulaganja (obično dugoročne državne obveznice)

---

<sup>203</sup> Tibergien Mark, Dahl Owen, 2006, *How to Value, Buy or Sell Financial Advisory practice*, Blomberg, str. 38

$R_m$  – Prosečan prinos na sve akcije na određenom tržištu

$\beta$  – Stepenn korelacije prinosa na date akcije i korelacije prosečnog prinosa

$R_u$  – Rizik koji nije objašnjen prethodno navedenim komponentama

Kao što se vidi iz formule 2.4. cena sopstvenog kapitala koji će se koristiti prilikom vrednovanja mete predstavlja zbir prinosa na bezrizična ulaganja (prinos na dugoročne državne obveznice), nadoknade za sistematski rizik,  $\beta^*(R_m - R_f)$  i prinose po osnovu nesistematskog rizika. Pri utvrđivanju sistematskog rizika veoma velika pažnja se poklanja utvrđivanju  $\beta$ , odnosno korelacije istorijskih prinosa na ulaganje u akcije mete i prosečnog prinosa na akcije na tržištu. Ukoliko je vrednost ovog koeficijenta 1 onda se prinos na akcije mete kreće srazmerno prosečnom prinosu na tržištu. Najčešća vrednost koeficijenta je veća od 0, ali postoje i akcije čiji prinos se kreće kontraciklično. Sa druge strane  $R_u$  se odnosi na nesistematski rizik, rizik koji se ne može objasniti kretanjima na tržištima. U praksi se ovaj koeficijent najčešće odnosi na veličinu preduzeća i njegove specifičnosti (kvalitet menadžmenta, tip tehnologije i sl.).<sup>204</sup>

Upotreba DFC metode kod tranzicionih privreda je veoma ograničena ulogom finansijskih tržišta. Naime, finansijska tržišta su veoma koncentrisana, njihov značaj za privredu je relativno mali, informacije su nepouzidane i sa kratkim vremenskim serijama, postoji ograničen broj uporedivih kompanija, što sve utiče na realnost vrednovanja.<sup>205</sup> Ovi problemi naročito dolaze do izražaja kada su predmet preuzimanja kompanije koje se ne kotiraju na berzama ili su im akcije relativno nelikvidne. Procenitelji nastoje da ovaj problem reše time što će se kao reper koristiti cena kapitala slične kompanije, uz neophodne korekcije za specifičnost mete.

U praksi se koriste dva pristupa utvrđivanju cene kapitala kompanije koja se preuzima. Jedan se odnosi na utvrđivanje cene kapitala slične kompanije u nekoj razvijenoj zemlji npr. SAD, a zatim dodavanjem komponenti rizika koji proističu iz poslovanja u neizvesnom poslovnom ambijentu. Ovaj pristup je relativno lakši za primenu ali je dosta subjektivan. Deo rizika zemlje već je sadržan u projektovanim novčanim tokovima, zbog čega postoji mogućnost da vrednost preuzimanja neopravdano bude umanjena u odnosu na

---

<sup>204</sup> Mellen Chriss, Evan Frank, 2010, *Valuation for M&A*, Wiley & Sons, str. 148

<sup>205</sup> Pereiro Louis, 2002, *Valuation of Companies in Emerging markets*, Wiley&Sons, str. 106



realnu cenu. Drugi pristup se zalaže da se prilikom utvrđivanja cene kapitala pođe od bezrizičnih ulaganja za matičnu zemlju mete, koji će biti uvećani za lokalni sistemski rizik i dodatni rizik koji se odnosi na specifičnost kompanije.<sup>206</sup> Na ovaj način bi se izbegla opasnost da rizik zemlje bude u potpunosti ili delimično uključen u novčane tokove, što bi dovelo do potcenjivanja vrednosti mete.

Za razliku od DCF metoda upotreba multiplikatora pristupa vrednovanju kompanije sa tržišnog aspekta. Naime, analizirajući uporedive transakcije u prethodnom periodu investitori nastoje da utvrde vrednost multiplikatora koji će zatim primeniti na metu čime će dobiti „tržišnu vrednost“ kompanije. Multiplikatori se određuju na bazi formule 2.5.

$$\text{Multiplikator} = \frac{\text{Vrednost}}{\text{Pokazatelj}} \qquad \text{formula 2.5.}$$

U formuli 2.5. brojilac predstavlja tržišnu vrednost ili vrednost aktive, dok imenilac predstavljaju pojedini finansijski pokazatelji kompanije. Primenom multiplikatora na određene finansijske pokazatelje mete dobija se njena vrednost. Osnovna prednost ove metode se nalazi u jednostavnosti i brzini primene, kao i tržišnoj zasnovanosti. Sa druge strane potencijalni nedostaci se odnose na pronalaženje dovoljnog broja uporedivih transakcija, metodološke uporedivosti finansijskih pokazatelja i realne uporedivosti transakcija.<sup>207</sup> Iako poseduje određene nedostatke, primena ove metode u praksi je česta i veoma korisna. Primena počinje odabirom multiplikatora koji će se primenjivati, zatim sledi definisanje skupa uporedivih transakcija, utvrđivanje vrednosti multiplikatora za skup uporedivih transakcija, korekcija dobijenog multiplikatora po osnovu razlike u periodu transakcije i konačno primena na finansijske pokazatelje mete.<sup>208</sup> Kada nedostaje dovoljan broj uporedivih transakcija investicioni savetnici pribegavaju korišćenju multiplikatora sa sličnih tržišta vršeći korekciju za rizik zemlje. Iako se u praksi ponekad koristi, ova korekcija nije široko prihvaćena.

U praksi se najčešće koriste dva tipa multiplikatora: P/E (cena po zaradi) i MV/EBITDA (tržišna vrednost u odnosu na proifit pre kamate, poreza i amortizacije). Cena akcije u odnosu na neto dobit po akciji je najpoznatiji ako ne i najšire primenjivan

---

<sup>206</sup> Mellen Chriss, Evan Frank, 2010, *Valuation for M&A*, Wiley & Sons, str. 321

<sup>207</sup> DePamphilis Donald, 2010, *Mergers, Acquisitions, and other Restructuring Activities*, Elsevier, str. 285

<sup>208</sup> Pereiro Louis, 2002, *Valuation of Companies in Emerging markets*, Wiley&Sons, str. 251

multiplikator. Svoju primenu ima kod vrednovanja profitabilnih i kompanija sa stabilnim odnosom pozajmljenog i sopstvenog kapitala, koji odgovara strukturi kapitala mete.<sup>209</sup> Primenom multiplikatora na neto dobit mete dobija se vrednost kompanije. Upotreba ovog multiplikatora je ograničena na kompanije koje ostvaruju pozitivan neto rezultat.

Sa druge strane, multiplikatori koji se zasnivaju na EBITDA svoju suštinu crpe iz stava da je EBITDA relativno dobra aproksimacija za neto novčani tok i da nije pod uticajem finansijskog leveridža kao neto dobit. Množenjem korigovanog multiplikatora zasnovanog na EBITDA, sa EBITDA mete dobija se njena vrednost koja uključuje i obaveze. Vrednost sopstvenog kapitala se dobija kada se od dobijene vrednosti kompanije oduzme vrednost obaveza.<sup>210</sup>

Istraživanja koja su se bavila primenjenim metodama u postupku preuzimanja su ukazala da je najšire upotrebljavana metoda DCF. Naime, preko 49% ispitanika, finansijskih direktora koji su učestvovali u preuzimanjima, je navelo da primenjuje samo ovu metodu, dok je 33% ispitanika navelo da primarno koristi DCF metodu u kombinaciji sa upotrebom metoda zasnovanih na multiplikatorima, dok svega 17% koristi isključivo neke druge ili metode zasnovane na multiplikatorima.<sup>211</sup> Ovako veliki procenat ispitanika koji samostalno ili u kombinaciji sa metodom multiplikatora koriste DFC metod se objašnjava suštinom metode koja nastoji da kvantifikuje sadašnju vrednost novčanog toka nakon preuzimanja koji će biti na raspolaganju investitorima. Budući da uloga vrednovanja nije da odredi tačnu vrednost kompanije koja se preuzima već da da smernice koji raspon vrednosti je predmet pregovaranja, savetnici često u ovom procesu koriste analizu osetljivosti. Analiza osetljivosti bi trebalo da pokaže u kom procentu će se menjati na više ili niže procenjena vrednost kompanije usled promene glavnih parametara u projekciji u određenom stepenu (cene kapitala, stopa rasta, stopa rasta prihoda i sl.). Primenom analize osetljivosti investitor će dobiti uvid u efekte različitih pozitivnih ili negativnih scenarija.<sup>212</sup>

---

<sup>209</sup> Mellen Chriss, Evan Frank, 2010, *Valuation for M&A*, Wiley & Sons, str. 183

<sup>210</sup> Gaughan Patrick, 2007, *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring*, Wiley & Sons, str. 550

<sup>211</sup> Mukherjee Tarun, Kiyamaz Halil, Beker Kent, Merger Motives and Target Valuation: A Survey of Evidence from CFOs, *Journal of Applied Finance*, Vol. 14, No. 2, Fall/Winter 2004, str. 7 - 24

<sup>212</sup> Sudarsanam Sudi, 2003, *Creating Value from Mergers and Acquisitions*, Pearson Education, str. 350

## **6. Postakvizicioni period i restrukturiranje preuzete kompanije**

Po okončanju vrednovanja potencijalne mete pristupa se pregovaranju. U slučaju uspešnog završetka pregovaračkog procesa sledeća faza podrazumeva integrisanje i transformisanje preuzete kompanije. Uspešno okončanje procesa pregovaranja često kod investitora, a naročito menadžmenta koji je bio uključen u proces preuzimanja, dovodi do određene doze euforije. Međutim, mesta za bilo kakvu euforiju nema jer se tek pravilnim upravljanjem postakvizicionim procesom kreira vrednost za investitore. Integrisanje kompanije nije samo jedna faza u postupku preuzimanja, već je to proces koji teče od početka izrade *Due Diligence* i traje sve dok se ne dostigne određena stabilnost u upravljanju preuzetom kompanijom.<sup>213</sup>

Početak integracije predstavlja izrada plana integracije. Na izradi plana integracije se radi već u fazi analize potencijalne mete, a on bi trebalo da da odgovore na sledeća pitanja: ko će činiti tim za implementaciju i koje su njihove nadležnosti, kako komunicirati sa stejkholderima nakon preuzimanja, kako restrukturirati postojeću organizaciju, kako transferisati nove i zadržati postojeće resurse? Odgovore na ova pitanja kompanija dobija na bazi informacija iz *Due Diligence*, pri čemu se u postupku implementacije, na bazi novih saznanja, vrši korigovanje plana integracije.

Korak koji će u velikoj meri opredeliti uspeh procesa integracije predstavlja imenovanje menadžment tima koji je zadužen za integrisanje preuzete kompanije. Prepoznavanje upravljanja integracijom kao zasebne funkcije koja u sebi integriše veći broj poslovnih funkcija i podrazumeva puno angažovanje menadžmenta predstavlja pretpostavku uspešne integracije.<sup>214</sup> Osoba kojoj su dodeljene ove aktivnosti mora da poseduje izuzetne komunikativne i sposobnosti upravljanja projektima. Posedovanje ovih karakteristika je često mnogo važnije nego posedovanje vrhunskih stručnih sposobnosti.<sup>215</sup> Uloga menadžera koji će rukovoditi procesom integracije je da na samom početku identifikuje ključne stejkholdere i osmisli strategiju komunikacije sa njima. Kod

---

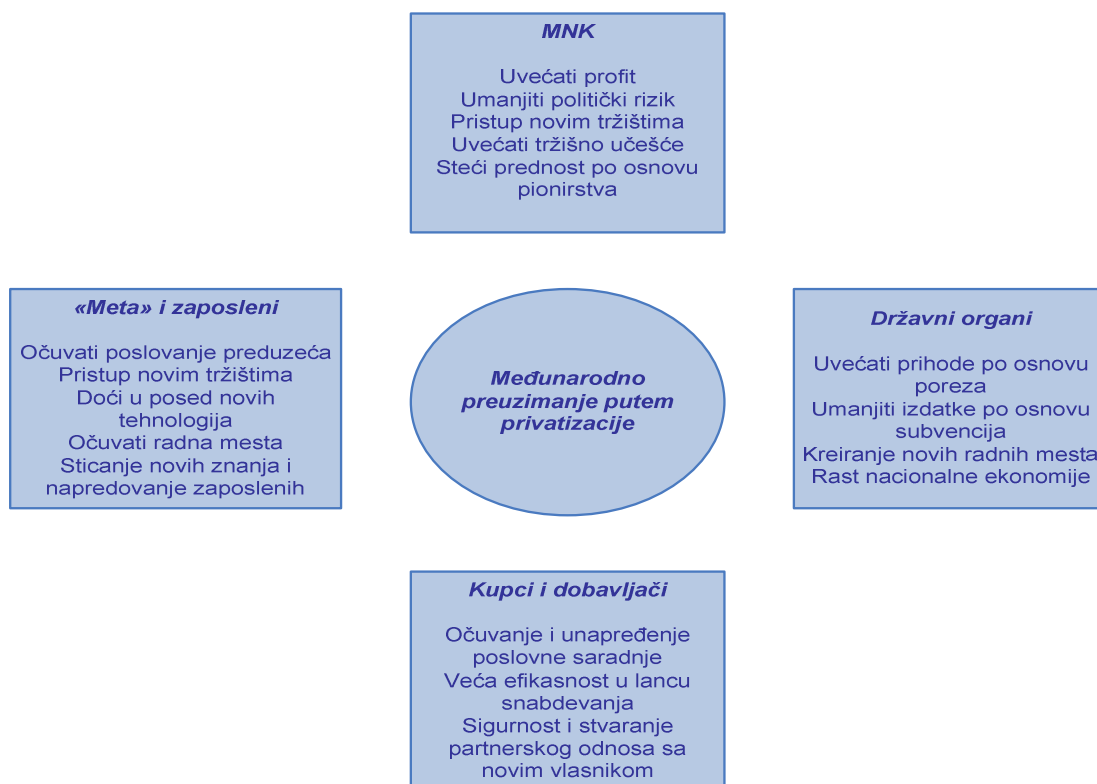
<sup>213</sup> Ashkenas Ronald, DeMonaco Lorence, Francis Suzane, Making the Deal Real: How GE Capital Integrates Acquisitions, *Harvard Business Review*, Vol. 76, No. 1, January – February 1998, 165 - 178

<sup>214</sup> Isto

<sup>215</sup> DePamphilis Donald, 2010, *Mergers, Acquisitions, and other Restructuring Activities*, Elsevier, str. 184

komercijalnih preuzimanja, u tržišnim ekonomijama, najznačajnije stejkholdere predstavljaju ključni kupci, dobavljači, menadžment i zaposleni. Kod preuzimanja u procesu privatizacije javlja se još jedan veoma bitan stejkholder, a to je država. Iako u procesu privatizacije najčešće država prodaje celokupan udeo u preduzećima, ona ugovorima o kupoprodaji nastoji da zaštiti svoje interese. Odnos ciljeva stejkholdera i investitora kod međunarodnih preuzimanja se može jednostavno prikazati grafikonom 2.8.

**Grafikon 2.8. Odnos ciljeva investitora i stejkholdera pri preuzimanjima**



**Izvor:** Izmenjeno na osnovu Rondinell Dennis, Black Sloan Sylvia, Multinational Strategic Alliances and Acquisitions in Central and Eastern Europe: Partnerships in Privatization, *Academy of Management Executive*, Vol. 14, No. 4, 2000, str. 85 – 98

Uloga države kao prodavca se u procesu privatizacije ne završava zaključivanjem kupoprodajnog ugovora. Kroz privatizaciju država pokušava da ostvari određene budžetske prihode, ali i određene socijalne ciljeve. Država često u sklopu ugovora definiše socijalne programe za zaposlene koji predstavljaju tehnološki višak, uvodi restriktivne mere po pitanju prodaje imovine, uslovljava budućeg kupca korišćenjem domaćih komponenti u procesu proizvodnje i sl. Empirijsko istraživanje koje se bavilo performansama kompanija

nakon privatizacije je pokazalo da su slabije performanse kompanija kod kojih je država investitorima nametala dodatne obaveze.<sup>216</sup> Rezultati se objašnjavaju suženim prostorom za restrukturiranje preuzete kompanije zbog čega se ne mogu ostvariti potencijalni sinergetski efekti.

Preuzimanje kompanija je krajnje neizvestan proces koji može imati negativne posledice na ranije uspostavljene odnose sa kupcima i dobavljačima. Visok stepen neizvesnosti dovodi do toga da mnogi kupci i dobavljači razmišljaju o prekidanju poslovnih odnosa sa metom. Odnosi mogu da budu veoma narušeni ukoliko je u pitanju vertikalno preuzimanje. Veoma je bitno identifikovati ključne dobavljače i kupce za ostvarivanje sinergetskih efekata u kratkom roku i poslati im poruku kakav se odnos očekuje u budućnosti. Gubitak dobavljača može ugroziti proces proizvodnje i planirane uštede u troškovima, dok gubitak ključnih kupaca može dovesti do dodatnih troškova i nerealizovanja sinergetskih efekata po osnovu prodaje novih proizvoda kroz postojeće kanale prodaje.<sup>217</sup>

Neizvesnost imanentna preuzimanjima se najviše odražava na zaposlene i menadžment kompanije koja se preuzima. Usled nesigurnosti za svoja radna mesta jedan broj, obično sposobniji, kadrova nastoji da pronađe drugo zaposlenje dok ostali radnici usled „konfuzije“ koja vlada u početku nisu dovoljno produktivni. Uloga menadžmenta je da identifikuje zaposlene koji su od krucijalne važnosti za funkcionisanje preduzeća, ali i one koji imaju potencijala da kroz dodatnu obuku u budućnosti budu pokretači razvoja preduzeća.

Brzina restrukturiranja je jedan od bitnih elemenata u planu integracije. U praksi su se iskristalisala dva pristupa: 1. brzo sprovođenje promena kako bi se umanjila neizvesnost za sve stejkholdere 2. postepeno sprovođenje promena kako bi se stejkholderi pripremili za njih.<sup>218</sup> U teoriji se kao osnovne prednosti brzog restrukturiranja navode: manja neizvesnost

---

<sup>216</sup> Uhlenbruck Klaus, De Castro Julio, Foreign Acquisitions in Central and Eastern Europe: Outcomes of Privatization in Transitional Economies, *Academy of Management Journal*, Vol. 43, No. 3, 2000, str. 381 - 402

<sup>217</sup> Schweiger David, Philippe Very, Creating Value through Merger and Acquisitions Integration, *Advances in Mergers and Acquisitions*, Vol. 2, 2003, str. 1 - 26

<sup>218</sup> Kay T. Ira, Shelton Mike, The People Problem in Mergers, *The McKinsey Quarterly*, No.4, 2000, str. 27-37

za zaposlene koja proizilazi iz širenja glasina, korišćenje pozitivne euforije koja postoji nakon potpisivanja ugovora o preuzimanju, redukcija troškova po osnovu promene suboptimalne organizacione strukture, brzim restrukturiranjem se mogu preduprediti negativni efekti po osnovu budućih promena okruženja i brzina reagovanja može biti izvor konkurentske prednosti koju konkurencija može teško da imitira.<sup>219</sup> Ukoliko se menadžment koji rukovodi promenama fokusira na brzo restrukturiranje „tvrdih elemenata“<sup>220</sup>, zanemarujući „meke elemente“<sup>221</sup> može doći do stvaranja jaza između zaposlenih u preuzetoj kompaniji i novog menadžmenta. Kako bi se predupredile ovakve situacije procesu restrukturiranja se pristupa pažljivo, analizirajući sve potencijalno pozitivne i negativne posledice, ali se preduzete promene izvode dinamično, što za cilj ima ostvarivanje pozitivnih efekata iz oba pristupa.<sup>222</sup> U cilju izbegavanja neizvesnosti i slanja pozitivnih signala stejkholderima veoma je bitna uloga tzv. „ranih pobeda“. Prvi pozitivni rezultati moraju da budu adekvatno promovisani među stejkholderima, kako bi se ostvarili puni efekti. Većina kompanija „rane pobede“ nastoji da ostvari na internom planu (unapređenje radnih uslova, uključivanje zaposlenih u proces donošenja odluka, gašenje radnih mesta, prodaja neposlovne imovine i sl.), dok su mogućnosti ostvarivanja „ranih pobeda“ na eksternom planu zapostavljene. Mogućnosti ostvarivanja „ranih pobeda“ na eksternom planu su znatno šire i obuhvataju: nove povoljnije ugovore sa dobavljačima, uvođenje sopstvenih proizvoda u kanale prodaje preuzetog preduzeća, unapređenje postprodajnih usluga i sl.<sup>223</sup> „Rane pobede“ podižu moral zaposlenih, umanjuju neizvesnost, a vlasnicima i kreditorima šalju poruku da se intenzivno radi na restrukturiranju preuzete kompanije.

U praksi se kao prve mere restrukturiranja primenjuju prodaja dela imovine i „gašenje“ radnih mesta. Ove mere su relativno lako ostvarive u kratkom roku i uglavnom

---

<sup>219</sup> Angwin Duncan, Speed in M&A Integration: The first 100 Days, *European Management Journal*, Vol. 22, No. 4, 2004, str. 418 - 430

<sup>220</sup> Ukidanje radnih mesta, prodaja delova preduzeća i sl.

<sup>221</sup> Poslovna kultura, odnos prema menadžmentu i zaposlenima, i sl.

<sup>222</sup> Obloy Krzysztof, Thomas Howard, Transforming Former State Owned Companies into Market Competitors in Poland: The ABB Experience, *European Management Journal*, Vol. 16, No. 4, 1998, str. 390 - 399

<sup>223</sup> Habeck Max, Kroger Fritz, Tram Michael, 2000, *After the Merger: Seven Strategies for Successful post Merger Integration*, Prentice Hall, str. 68

su usmerene na ostvarivanje operativne sinergije po osnovu uštede u troškovima. Dezinvestiranje nakon preuzimanja je u praksi različito tumačeno. Sa jedne strane bilo je pokušaja da se visok stepen dezinvestiranja prikaže kao posledica malog procenta uspešnih preuzimanja, dok druga grupa autora ovu pojavu objašnjava kao strategijski zaokret i posledicu procesa učenja. Drugi pristup ističe da su dezinvestiranja već uključena u planiranje procesa preuzimanja, a da su eventualne modifikacije moguće nakon preuzimanja kompanije kada se stekne dodatni uvid u njeno poslovanje. Kod međunarodnih preuzimanja u tranzicionim zemljama mnogo je adekvatniji drugi pristup. Kompanije u centralno planskim privredama su pored poslovne imovine imale i neposlovnu imovinu (odmarališta, sportske hale, zdravstvene jedinice i sl.) koja je usmerena na ostvarivanje socijalne funkcije. Strani investitori već u fazi planiranja preuzimanja kalkulišu sa prodajom ove imovine i „gašenjem“ radnih mesta koja su usmerena na ostvarivanje socijalne funkcije.<sup>224</sup> Nakon preuzimanja i dublje spoznaje preuzete kompanije investitori često donose odluke o prodaji dela poslovne imovine koja se ne uklapa u novu poslovnu strategiju. Kod preuzimanja u postupku privatizacije često se kupoprodajnim ugovorom definiše procenat imovine koji se može otuđiti u narednih nekoliko godina. Agencija za privatizaciju Republike Srbije je obično insistirala da dezinvestirana imovina u narednih pet godina, po zaključenju ugovora, ne može da bude veća od 5% do 10% knjigovodstvene vrednosti ukupne imovine.

Osim dezinvestiranja iz neželjene imovine preuzimanja u tranzicionim zemljama se odlikuju visokim investicijama u proizvodne kapacitete, tehnologiju i obuku zaposlenih. Investicije su uglavnom usmerene na funkcije koje su u centralno planskom ambijentu bile stavljene u drugi plan (marketing, finansije, upravljanje kvalitetom i sl.). Usled prodaje dela imovine preuzetih preduzeća, sa jedne strane, i intenzivnih ulaganja sa druge, preuzimanja u tranzicionim zemljama imaju više odlike *brownfield* investicija nego klasičnih preuzimanja.<sup>225</sup> Inicijalne investicije su uglavnom usmerene ka stvaranju pretpostavki

---

<sup>224</sup> Meyer E. , Management Challenges in Privatization Acquisitions in Transition Economies, *Journal of World Business*, Vol. 37, No. 4, 2002, str. 266 - 276

<sup>225</sup> Meyer E. Klaus, Estrin Saul, Brownfield Entry in Emerging Markets, *Journal of International Business Studies*, Vol. 32, No. 3, 2001, str. 575 - 584

(infrastruktura, osposobljenost zaposlenih i sl.) za uspešno transferisanje resursa od matične ka preuzetoj kompaniji.

U narednoj fazi se vrši transferisanje jednim delom materijalnih ali pre svega nematerijalnih resursa, koji bi trebalo da doprinesu tržišnom osposobljavanju preuzete kompanije. Intenzivniji transfer resursa od matične ka preuzetoj kompaniji doprinosi unapređenju postprivatizacionih performansi.<sup>226</sup> Pojedina empirijska istraživanja su ukazala na snažnu pozitivnu vezu koja postoji između unapređenja performansi preuzete kompanije i visine investicija u procesu restrukturiranja. Investicije u ovom istraživanju se nisu odnosile samo na ulaganje u proizvodne kapacitete već i na ulaganja u obuku radne snage, kao i na angažovanje privremenih internih i eksternih savetnika koji su od suštinske važnosti za transfer modela poslovanja matične kompanije.<sup>227</sup>

Mada na prvi pogled ne deluje tako, proces preuzimanja je jedinstvena prilika i za investitora da unapredi sopstveni poslovni model. Naime, investitor stiče uvid u poslovni model preuzete kompanije i mogućnost da sva pozitivna rešenja transferiše ka matičnoj kompaniji. Ukrštanjem resursa investitora i mete traga se za najboljim rešenjima koja će imati univerzalnu primenu. U prvom periodu nakon preuzimanja znanje se transferiše od investitora ka meti, da bi u kasnijim fazama, nakon dubljeg upoznavanja sa načinom poslovanja preuzete kompanije, došlo do intenzivnijeg transfera najbolje prakse ka investitoru.<sup>228</sup> Grafikonom 2.9. su prikazani modeli restrukturiranja u zavisnosti od stepena promena kod investitora i preuzete kompanije.

---

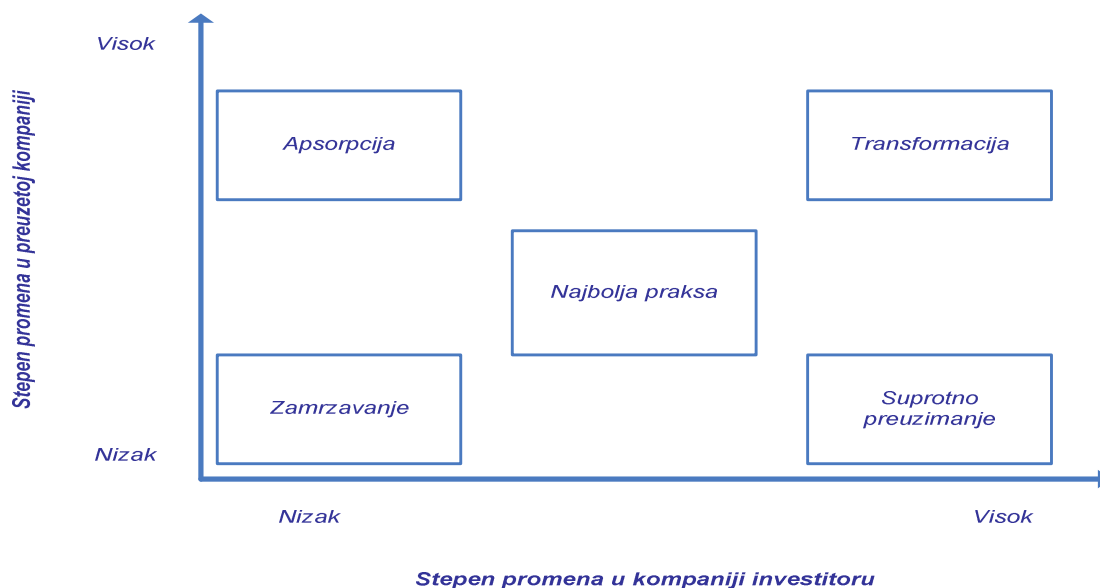
<sup>226</sup> Meyer E. Klaus, Management Challenges in Privatization Acquisitions in Transition Economies, *Journal of World Business*, Vol. 37, No. 4, 2002, str. 266 - 276

<sup>227</sup> Uhlenbruck Klaus, De Castro Julio, Foreign Acquisitions in Central and Eastern Europe: Outcomes of Privatization in Transitional Economies, *Academy of Management Journal*, Vol. 43, No. 3, 2000, str. 381 - 402

<sup>228</sup> Bresman Henrik, Birkinshaw Julian, Nobel Robert, Knowledge Transfer in International Acquisitions, *Journal of International Business Studies*, Vol. 30, No. 3, 1999, str. 439 - 462



Grafikon 2.9. Modeli preuzimanja u zavisnosti od stepena promena



*Izvor:* Izmenjeno na osnovu Marks Lee Mitchell, Mirvis H. Philips, 2009, Making Mergers and Acquisitions Work: Strategic and Psychological Preparation, u Ashok Som (editor), *International Management: Managing Global Corporation*, Mc Graw Hill, str. 319

Model „zamrzavanje“ je karakterističan za situacije kada svaka od uključenih strana nastavlja da posluje samostalno bez značajnijih promena u poslovanju. Ova strategija je uglavnom karakteristična za diversifikovana preuzimanja, a totalno je neprihvatljiva za preuzimanja u tranzicionim zemljama.

Suprotan model predstavlja „transformacija“. U ovom modelu je stepen promena kod obe kompanije izuzetno visok. Ovaj model se odnosi na preuzimanja koja za cilj imaju strateški zaokret kod obe kompanije.<sup>229</sup> Na podlozi resursa dve kompanije pristupa se izradi novog modela poslovanja. Model nije karakterističan za preuzimanja u tranzicionim zemljama.

Model suprotnog preuzimanja se odnosi na zadržavanje modela mete kao primarnog i njegovo transferisanje na investitora. Ovaj model se u praksi retko sreće, a logika mu je da se izvori sinergije ne kriju u poslovanju kompanije koja se preuzima već u kompaniji koja vrši preuzimanje.

<sup>229</sup> Christensen M. Clayton, Alton Richard, Rising Curtis, Waldeck Andrew, The Big Idea: The New M&A Playbook, *Harvard Business Review*, Vol. 89, No. 3, March 2011, str. 49 - 57

Model najbolje prakse podrazumeva preuzimanje najboljih rešenja od obe kompanije i u skladu sa njima njihovo restrukturiranje. Ovaj model podrazumeva promene u obe kompanije i uglavnom je karakterističan u tzv. merdžerima jednakih. Nije karakterističan za preuzimanja u tranzicionim zemljama.

Model apsorpcije podrazumeva transferisanje prakse matične kompanije na preuzetu kompaniju i njeno uključivanje u već postojeći sistem poslovanja. Ovaj model se najčešće primenjuje u praksi. Dominantan je kod preuzimanja u tranzicionim zemljama. Međutim, strane MNK često prenebregavaju značaj lokalnih resursa u postupku restrukturiranja, te nastupaju sa pozicije superiornosti. Doprinos lokalnih resursa je veliki usled specifičnog poslovnog ambijenta koji se odlikuje slabim i neefikasnim resursima. Primena apsorpcionog modela uz brzu i intenzivnu redukciju radne snage bi mogla da ugrozi uklapanje kompanije u lokalni poslovni ambijent. MNK je preporučljivo da identifikuju lokalne resurse koji su neophodni za buduće poslovanje, a tek onda da pristupe merama dezinvestiranja i „gašenja“ radnih mesta.

Restrukturiranje preuzetih kompanija predstavlja izuzetno složen proces, a preuzimanja u tranzicionim zemljama dodatno usložnjava nestabilni institucionalni ambijent i prisustvo državnih organa kao značajnih stejkholdera. Uspeh restrukturiranja zavisi od prepoznavanja interesa stejkholdera, brzine sprovođenja promena, restriktivnih mera državnih organa i spremnosti da se investira u preuzetu kompaniju. Sve ove elemente bi trebalo uključiti u plan integracije čijoj bi izradi trebalo pristupiti i pre nego što dođe do potpisivanja ugovora o preuzimanju.

## ***7. Upravljanje ljudskim resursima i kulturološkim razlikama u procesu preuzimanja***

Međunarodna preuzimanja predstavljaju veliki izazov za svaku kompaniju bez obzira na njenu veličinu i prethodno iskustvo. Kompanija investitor se u ovom postupku suočava sa institucionalnim, ekonomskim i kulturološkim ambijentom koji se značajno razlikuje od onog u matičnoj zemlji. Intenzitet prilagođavanja novom poslovnom ambijentu je proporcionalan razlici koja postoji između uslova privređivanja u matičnoj i inostranoj zemlji. Specifičnost inostranog poslovnog ambijenta utiče na sve faze i procese u sklopu preuzimanja, ali se u punoj meri odražava na upravljanje ljudskim resursima. U bliskoj

prošlosti se velika pažnja poklanjala pravnim, finansijskim i operativnim pitanjima u procesu preuzimanja, a prenebreavala uloga ljudskih resursa. Međutim, menadžeri koji imaju iskustva u procesu preuzimanja su uočili da u današnjoj „ekonomiji znanja“ ljudski resursi predstavljaju ključni element u integraciji preuzete kompanije i ostvarivanju sinergetskih efekata.<sup>230</sup> Uspešno upravljanje ljudskim resursima u procesu preuzimanja zahteva od investitora da se analizi ovog problema pristupi već u fazi izrade *Due Diligence*, budući da ljudski resursi usled svoje širine imaju uticaj na finansijske, pravne i tehnološke elemente preuzimanja.

Usled velikog značaja koji ljudski resursi imaju za celokupan proces preuzimanja u praksi kompanije izrađuju poseban *Due Diligence* koji će se baviti samo pitanjem ljudskih resursa. Iako se ljudski resursi mogu analizirati sa pravnog aspekta, što ima smisla, njihov uticaj je mnogo širi. Izrada zasebnog *Due Diligence* se uglavnom realizuje interno ili u kombinaciji sa eksternim savetnicima. Cilj je prikupiti informacije o radnoj snazi (broj zaposlenih, motivisanost, kvalifikaciona i starosna struktura, i sl.), korporativnoj i nacionalnoj kulturi. Na bazi ovih informacija se vrši procena koliko je realno ostvariti operativne sinergetske efekte, redukciju troškova i uvećanje prihoda.

Neophodne informacije se u ovom postupku dobijaju iz internih izvora, od strane kompanije koja je predmet preuzimanja i trećih strana.<sup>231</sup> Iz internih izvora se mogu dobiti informacije od zaposlenih koji su nekada radili u kompaniji koja je predmet preuzimanja ili zaposlenih koji su u poslovnim odnosima sa kompanijom koja se preuzima. Dobijene informacije se uglavnom tiču morala zaposlenih, preovlađujuće korporativne kulture i eventualno sistema nagrađivanja. Posebne informacije se dobijaju iz poslovnih izveštaja kompanija i iz razgovora sa menadžmentom. Dobijene informacije se tiču broja i strukture zaposlenih, uslova kolektivnog ugovora, sistema nagrađivanja i sl. Konačno, neophodne informacije se mogu dobiti i iz eksternih izvora (članci u časopisima, savetnici, banke i sl.).

Izveštaj bi trebalo u kratkim crtama da predstavi pravnu regulativu zemlje domaćina, sa naglaskom na pravna rešenja koja se razlikuju u odnosu na matičnu zemlju. Ovo je

---

<sup>230</sup> Schuler Randall, Jackson Susan, HR Issues and Activities in Mergers and Acquisitions, *European Management Journal*, Vol. 19, No. 3. 2001, str. 239 - 253

<sup>231</sup> Howson Peter, 2002, *Due Diligence the Critical Stage in Mergers and Acquisitions*, Gower Publishing, str. 108

veoma bitno jer pravna rešenja mogu da dovedu do dodatnih troškova preuzimanja ili onemogućće ostvarivanje sinergetskih efekata. Neophodno je identifikovati potencijalne viškove zaposlenih, ključne ljudske resurse, stepen obučenosti zaposlenih i mogućnosti da se odgovori radnim zadacima u izmenjenim uslovima poslovanja. Dobijene informacije se dele sa osobljem koje radi na proceni vrednosti kompanije, čime se dobija realnija slika o potencijalnim sinergetskim efektima.

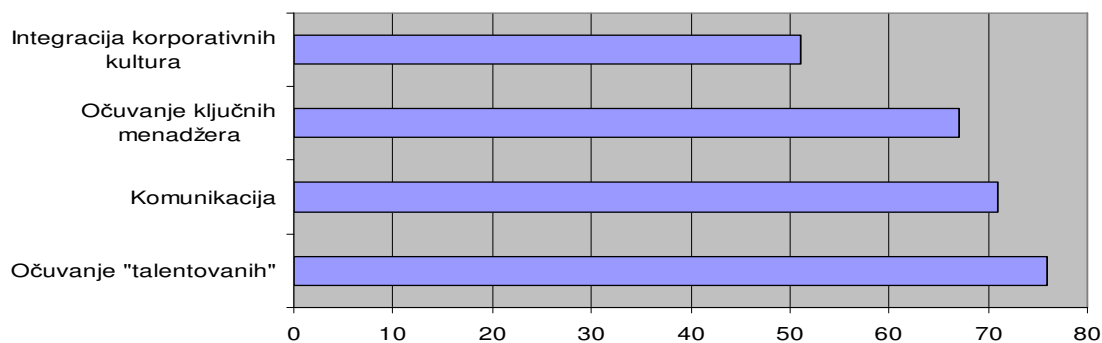
Istovremeno je neophodno uočiti glavne odlike korporativne kulture, o čemu će biti više reči u nastavku teksta, i predložiti plan integrisanja. Dobijene informacije predstavljaju inpute koji će se koristiti u procesu integracije, u kome ljudski faktor igra kritičnu ulogu. Eventualni propusti u ovoj fazi će se reflektovati na proces integracije, a celokupni postupak će morati da se ponovi, što će izazvati dodatne troškove.<sup>232</sup>

Nakon preuzimanja investitor pristupa integrisanju kompanije u novi poslovni sistem. Preuzimanje je po svojoj prirodi izuzetno stresan proces za zaposlene i menadžment preuzete kompanije, ali i za menadžment investitora. Ukoliko kompanije adekvatno ne odgovore na ove izazove preuzimanje neće dovesti do stvaranja vrednosti za vlasnike iako su ispunjene sve tehnološke i tržišne pretpostavke uspeha. S obzirom da ljudi predstavljaju izvor implicitnog znanja, koje konkurencija može veoma teško ili nikako da kopira, najkritičniji element u procesu preuzimanja predstavlja identifikovanje ključnih ljudskih resursa i njihovo zadržavanje. Istraživanje u kome je učestvovalo 190 menadžera iz 6 zemalja pokazalo je da preko ¾ ispitanika smatra da je zadržavanje „talentovanih zaposlenih“ od suštinske važnosti za uspeh međunarodnih preuzimanja. Grafikonom 2.9. su prikazani rezultati tog istraživanja.

---

<sup>232</sup> Antila M. Elina, The Role of HR Managers in International Mergers and Acquisitions: a Multiple Case Study, *International Journal of Human Resources Management*, Vol. 17, No. 6, 2006, str. 999 - 1020

Grafikon 2.10. Ključne aktivnosti u upravljanju ljudskim resursima tokom preuzimanja u %



Izvor: Kay T. Ira, Shelton Mike, The People Problem in Mergers, *The McKinsey Quarterly*, No.4, 2000, str. 27-37

Identifikovanje ključnih zaposlenih kod preuzimanja u tržišnim ekonomijama je mnogo lakše nego identifikovanje ključnih zaposlenih u preuzimanjima u tranzicionim zemljama. Naime, zaposleni koji su bili od suštinskog značaja za poslovanje kompanije u centralno planskom ili uslovima tranzicije, ne moraju imati neophodne sposobnosti za poslovanje na tržišnoj osnovi. Stoga je identifikovanje ključnih zaposlenih u ovom slučaju krajnje specifično, nešto vremenski intenzivnije i uglavnom se sprovodi kroz testiranje zaposlenih. Kompanije za poslove testiranja često angažuju specijalizovane inostrane konsultante, a ako imaju značajno iskustvo u preuzimanjima i sopstvene kadrove iz službe za ljudske resurse. Cilj testiranja je identifikovati zaposlene koji imaju potencijal i želju da prihvate novi model poslovanja.

Preuzimanja su često skopčana sa redukcijom radne snage, tako da najava preuzimanja kod zaposlenih izaziva uznemirenost i osećaj neizvesnosti. Reakcija jednog broja zaposlenih, naročito ključnih kadrova, je aktivno traženje drugog posla. Pored toga, konkurencija u cilju minimiziranja efekata preuzimanja kontaktira kadrove mete nudeći im povoljnije uslove u slučaju transfera. Stoga je brzina identifikovanja i postizanja dogovora o lojalnosti sa ključnim zaposlenima od suštinskog značaja za uspeh preuzimanja.<sup>233</sup> Nakon identifikovanja ključnih zaposlenih neophodno je preuzeti mere u cilju njihovog zadržavanja. To se postiže potpisivanjem novih ugovora sa njima i davanjem određenih beneficija na osnovu lojalnosti novom vlasniku. Prilikom izrade *Due Diligence* i

<sup>233</sup> Kay T. Ira, Shelton Mike, The People Problem in Mergers, *The McKinsey Quarterly*, No.4, 2000, str. 27-37

vrednovanja mete mora se računati na ove troškove, koji u zavisnosti od pozicije ključnih zaposlenih i njihovih dotadašnjih nadoknada mogu predstavljati značajnu stavku u troškovima preuzimanja.

Nakon identifikovanja ključnih zaposlenih pristupa se eventualnim redukcijama radne snage. Redukcije radne snage su mnogo češće kod horizontalnih preuzimanja, usled preklapanja funkcija, i kod preuzimanja u tranzicionim zemljama, gde je višak zaposlenih imanentna karakteristika državnih preduzeća. Redukcija broja zaposlenih nije popularna mera, ali je često neophodna. Stoga se mora sprovesti na način koji će se u najmanjoj mogućoj meri negativno odraziti na zaposlene i stvorenu vrednost u procesu preuzimanja. Praksa je pokazala da sa ovom merom ne bi trebalo odugovlačiti i da bi trebalo direktno i iskreno komunicirati sa zaposlenima. Prolongiranje primene ove mere dovodi do toga da zaposleni brinu o sigurnosti svoga posla, pod stresom su, šire neistinite i nepotpune informacije, što negativno utiče na moral i efekte rada zaposlenih. Zaposlenima ne bi trebalo davati lažnu nadu da se ništa neće menjati, već naglasiti koje se promene očekuju. U cilju stabilizacije radne snage od ključnog značaja je komunikacija sa zaposlenima. U komunikaciji bi trebalo potencirati efekte preuzimanja na zaposlene, na vrlo jasan i iskren način. Ukoliko neke informacije nije moguće podeliti sa zaposlenima trebalo bi im objasniti zašto je bitna tajnost podataka, i konačno, ako nemamo odgovore na neka njihova pitanja trebalo bi staviti do znanja da će se odgovori dobiti u najbržem mogućem roku.<sup>234</sup> Prema zaposlenima koji će biti pogođeni merama redukcije radne snage bi se trebalo ophoditi sa dužnim poštovanjem, uz davanje otpremnina, pružanjem pomoći da se pronade drugi posao ili eventualno pokrene sopstveni. Ovakav pristup prekobrojnoj radnoj snazi ima dvostruku korist. Sa jedne strane olakšaće integraciju strane kompanije u lokalnu sredinu, dok će sa druge strane zaposlenima koji ostaju uputiti jasnu poruku kako će biti tretirani, što će uticati na rast morala zaposlenih.<sup>235</sup>

---

<sup>234</sup> Schweiger David, Philippe Very, Creating Value through Merger and Acquisitions Integration, *Advances in Mergers and Acquisitions*, Vol. 2, 2003, str. 1 - 26

<sup>235</sup> Ashkenas Ronald, DeMonaco Lorence, Francis Suzane, Making the Deal Real: How GE Capital Integrates Acquisitions, *Harvard Business Review*, Vol. 76, No. 1, January – February 1998, 165 - 178

Ostvarivanje sinergetskih efekata po osnovu redukcije radne snage je relativno lako kvantifikovati i primeniti u praksi. Stoga se ova mera vrlo često primenjuje. Međutim, kod međunarodnih preuzimanja primena ove mere je ograničena specifičnim zakonskim propisima, a kod preuzimanja u postupku privatizacije i obavezama po osnovu privatizacionog ugovora. Prilikom razmatranja preuzimanja bi trebalo kalkulisati sa dodatnim troškovima do kojih će doći u slučaju redukcije radne snage, kao i troškovima koje će proizvesti odlaganje redukcije, usled zakonskih ili ugovornih rešenja. Iako redukcija radne snage predstavlja veoma čestu meru restrukturiranja preuzetih kompanija, njeni efekti ne moraju biti uvek pozitivni. Naime, kod preuzimanja u kojima je plaćena velika premija od menadžmenta se očekuju brzi i jasni rezultati. S obzirom na lakoću primene i vidljivost rezultata, redukcija radne snage se nameće kao prva mera restrukturiranja. Međutim ishitrena i neplanirana redukcija radne snage bi mogla dovesti do odliva ključnih nematerijalnih resursa i ugrožavanja efikasnosti poslovanja. Umanjena efikasnost poslovanja je naročito izvesna ukoliko redukcija radne snage nije praćena prodajom prateće imovine. Stoga se može izvesti zaključak da se redukcija radne snage negativno odražava na ostvarene performanse, osim kada su planirane i pažljivo izvedene, sa posebnim akcentom na ljudske resurse i način na koji se njima upravlja.<sup>236</sup>

Uspešnost preuzimanja u velikoj meri zavisi od transfera novih sposobnosti na zaposlene i njihovog motivisanja. Ova mera posebno dolazi do izražaja kod preuzimanja u tranzicionim zemljama gde zaposleni nemaju iskustva u poslovanju na tržišnim principima. Inostrane kompanije nastoje da zaposlenima obezbede dodatnu obuku koja će podići efikasnost njihovog poslovanja. Istovremeno, lokalni menadžment prolazi obuke, često u inostranim filijalama ili matičnoj kompaniji, sa ciljem da usvoji najbolju praksu koja postoji u okviru sistema. Lokalni menadžment se postepeno osposobljava da rukovodi kako bi se smanjio udeo ekspatrijata u upravljanju preuzetom kompanijom. Ulaganje u lokalni menadžment ne predstavlja trošak već investiciju, koja će se u budućnosti reflektovati u smanjenim troškovima angažovanja ekspatrijata i pozitivnim efektima kombinovanja lokalnih znanja i inostrane menadžment prakse. Performanse preuzimanja su u pozitivnoj

---

<sup>236</sup> Krishnana Hema, Hitt Michael, Park Daewoo, Acquisitions Premiums, Subsequent Workforce Reduction and Post Acquisitions Performance, *Journal of Management Studies*, Vol. 44, No. 5, July 2007, str. 709 - 732

koreolaciji sa transferisanjem znanja koje će se primenjivati u skladu sa specifičnim institucionalnim i kulturnim ambijentom, pre nego nametanjem procedura i procesa koji su nastali u nekom drugom kontekstu.<sup>237</sup> Ipak u praksi su česti slučajevi da menadžment i instruktori investitora, naročito kada nisu imali iskustvo u tranzicionim zemljama, pristupaju zaposlenima i menadžmentu mete sa pozicija kulturne superiornosti, što može biti izvor slabijeg transfera znanja i otpora kod zaposlenih.<sup>238</sup> Motivisanje zaposlenih da promene dotadašnji i primene novi sistem poslovanja je od krucijalnog značaja. U preuzetim kompanijama se umesto dotadašnjeg sistema nagrađivanja koji nije bio povezan sa ostvarenim rezultatima, insistira na uvođenju nove organizacije koja će forsirati nagrađivanje u skladu sa ostvarenim rezultatima. Na taj način će zaposleni i menadžment imati uvid u rezultate svoga rada i zarade u skladu sa ostvarenim rezultatima.<sup>239</sup>

Jedna od osnovnih karakteristika međunarodnih preuzimanja je postojanje dvostrukih kulturnih razlika, razlike nacionalnih i korporativnih kultura, i neophodnost kulturnog prilagođavanja na dva nivoa. Upravljanje preuzimanjima u kojima investitor i meta dolaze iz različitih nacionalnih kultura je često frustrirajući izazov za menadžment.<sup>240</sup> Razlike koje postoje se odnose na različite stavove o vremenu, hijerarhiji, direktnoj i indirektnoj komunikaciji. Verovanja i stavovi koji dele zaposleni u kompaniji koja se preuzima, odnosno kompaniji i investitoru igraju značajnu ulogu u integrisanju ljudskih resursa u postupku međunarodnih preuzimanja.<sup>241</sup>

Upravljanje kulturnim razlikama zahteva da se u predakvizicionoj fazi izvrši analiza sopstvene nacionalne i korporativne kulture, a zatim isti postupak ponovi meti preuzimanja. S obzirom da je kultura relativno „skrivena“, donošenje konačnih stavova o razlikama o

---

<sup>237</sup> Meyer E. Klaus, Management Challenges in Privatization Acquisitions in Transition Economies, *Journal of World Business*, Vol. 37, No. 4, 2002, str. 266 - 276

<sup>238</sup> Holinshead Graham, Michailova Snežina, Blockbusters or Bridge Builders? The Role of Western Trainers in Developing New Entrepreneurialism in Eastern Europe, *Management Learning*, Vol. 32, No. 4, 2001, str. 419 - 432

<sup>239</sup> Obloy Krzysztof, Thomas Howard, Transforming Former State Owned Companies into Market Competitors in Poland: The ABB Experience, *European Management Journal*, 1998, Vol. 16, No. 4, str. 390 - 399

<sup>240</sup> Brett Jeanne, Behfar Kristin and Kern C. Mery, Managing Multicultural Team, *Harvard Business Review*, Vol. 84, No. 11, November 2006, str. 84 - 91

<sup>241</sup> Scweiger Davic, Goulet Philip, Facilitating Acquisition Integration through Deep Level Cultural Learning Interventions: A Longitudinal Field Experiment, *Organization Studies*, Vol. 26, No. 10, 2005, str. 1477 - 1499



kulturi nije moguće u predakvizicionoj fazi. Tek nakon preuzimanja i dublje analize mogu se izvesti krajnji zaključci. Identifikovanje sličnosti i kulturnih razlika omogućava utvrđivanje oblasti kojima će se lakše upravljati, stavove koje zaposleni u obe kompanije dele i konačno oblasti potencijalnih kulturnih konflikata. Tako se dobija jasna slika na osnovu koje je lakše je utvrditi pristupe kulturne integracije preuzete kompanije i mere koje primenjivati.

U praksi su se u zavisnosti od motiva, ciljeva i stepena kulturoloških razlika iskristalisala tri pristupa integrisanja korporativnih kultura prilikom međunarodnih preuzimanja: „otvoreni brak“, „klasični brak“ i „moderni brak“.<sup>242</sup> „Otvoreni brak“ podrazumeva da preuzeta kompanija u potpunosti čuva postojeću korporativnu kulturu uz visok stepen samostalnosti. Kontrola preuzete kompanije se vrši isključivo putem finansijskih pokazatelja, a stepen intervencije investitora je minimalan. Iako je ovaj pristup uglavnom karakterističan za kongloameratska preuzimanja, može se reći da svoju logiku ima i kod horizontalnih preuzimanja. Pozitivne efekte ovaj pristup može da odbaci u slučaju postojanja značajnih kulturnih razlika, koje se prevazilaze relativno teško i uz značajne troškove.<sup>243</sup> „Moderni brakovi“ podrazumevaju da kompanije uključene u preuzimanje prepoznaju sve prednosti transfera resursa, te stoga rade zajedničkim snagama na razvoju nove superiornije korporativne kulture, a koja će sadržati najbolje elemente svake od njih. Iako na prvi pogled deluje da ovaj pristup predstavlja najbolje rešenje može se reći da njegov glavni nedostatak leži u sporosti primene, često nespremnosti da se prepoznaju prednosti korporativne kulture mete i vremenskoj intenzivnosti. Osnovna karakteristika „klasičnih brakova“, koji su najzastupljeniji u praksi, je dekulturnizacija mete i uvođenje sopstvene korporativne kulture. S obzirom da korporativne kulture kod državnih preduzeća ne stimulišu tržišno razmišljanje zaposlenih, ovaj pristup se uvek primenjuje kod međunarodnih preuzimanja u tranzicionim zemljama. Osnovni nedostatak ovog pristupa se javlja u slučaju kada zaposleni u preuzetoj kompaniji počnu da bojkotuju

---

<sup>242</sup>Cartwright Sue, Cooper Cary, 1997, *Managing Mergers, Acquisitions and Strategic Alliances: Integrating People and Cultures*, Butterworth-Heinman

<sup>243</sup>Slangen H.L. Arjen, National Cultural Distance and Initial Foreign Acquisitions Performance: The Moderating Effect of Integration, *Journal of World Business*, Vol. 41, No. 2, 2006, str. 161 - 170

nametnutu kulturu, a vlasnik da primenjuje kaznene mere što će u krajnjoj liniji dovesti do „lose – lose“ situacije za zaposlene i vlasnika.

Za koji god pristup da se kompanija opredeli neophodno je na operativnom nivou upravljati kulturnim razlikama. Uspeh pristupa će u svakom slučaju zavisiti od uspeha prvih kontakata sa menadžmentom preuzete kompanije. U svakodnevnoj komunikaciji koja u početnim fazama mora da bude izuzetno intenzivna neophodno je izneti stavove o sopstvenoj i korporativnoj kulturi preuzete kompanije. U ovom procesu se razvija poverenje između menadžmenta različitih kompanija koje je neophodno za uspešnu implementaciju preuzimanja. Zatim je neophodno intenzivnu komunikaciju i pristupe upravljanju kulturnim razlikama kaskadno spuštati na niže nivoe u okviru firme.<sup>244</sup> Ukoliko pristup upravljanju kulturnim razlikama bude uspešno usvojen od strane top menadžmenta mete, velika je verovatnoća da će biti prihvaćen i na nižim nivoima. Preporučljivo je da promene na nižim nivoima zajednički sprovode delovi starog menadžmenta i menadžment investitora. Na ovaj način se šalje jasna poruka da nova korporativna kultura pored insistiranja na novinama ceni i pozitivne stvari iz prethodne korporativne kulture.

---

<sup>244</sup> Brett Jeanne, Behfar Kristin and Kern C. Mery, Managing Multicultural Team, *Harvard Business Review*, Vol. 84, No. 11, November 2006, str. 84 - 91

***IZVOZNO KONKURENTSKI EFEKTI  
MEĐUNARODNIH PREUZIMANJA U  
SRBIJI***

### ***III Izvozno konkurentski efekti međunarodnih preuzimanja u Srbiji***

Promene poslovnog ambijenta u poslednje dve decenije su u prvi plan stavile pitanje uspešnosti kompanija u izmenjenim uslovima. U ekonomskoj literaturi je široko analizirano pitanje šta je uzrok veće uspešnosti jednih u odnosu na druge kompanije. Teorijski pristupi problemu konkurentnosti uzroke veće ili manje uspešnosti kompanija traže u faktorima okruženja, eksternim faktorima, i internim faktorima, u okviru kompanije. U zavisnosti od toga da li veći značaj daju eksternim ili internim faktorima izdiferencirali su se granski i resursni pristup.

Već objašnjene promene poslovnog ambijenta su sa jedne strane kreirale nove poslovne prilike dok su sa druge uvećale rizike poslovanja. Analiza konkurentnosti u nacionalnim granicama je izgubila smisao usled globalizacije svetske ekonomije. Države više nisu u mogućnosti, niti žele, da obezbede povlašćeni status nacionalnim kompanijama. Veći broj grana je globalnog karaktera, a one grane koje su ostale u nacionalnim granicama trpe značajne uticaje sa svetskih tržišta. U današnjem poslovnom ambijentu kompanija je konkurentna samo ukoliko je u mogućnosti da se ravnopravno sučeljava sa konkurentima iz inostranstva. Iako se konkurentnost kompanije meri vrednošću koju stvara za vlasnike, jedan od značajnih pokazatelja konkurentnosti predstavlja izvozna osposobljenost kompanije. Ukoliko je u mogućnosti da na dugoročnoj osnovi putem izvoza opslužuje inostrana tržišta, na kojima se susreće sa lokalnom i međunarodnom konkurencijom, kompanija poseduje konkurentne potencijale da posluje u datoj grani.

Pitanje konkurentnosti kompanija iz tranzicionih zemalja krajnje je specifično. Naime, lokalni poslovni ambijent se u velikoj meri razlikuje od onoga koji vlada u tržišnim ekonomijama. Stoga strategije koje su se pokazale uspešnim u tržišnim ambijentima nisu u potpunosti primenljive u tranzicionim. Poseban impuls unapređenju konkurentnosti kompanija iz tranzicionih zemalja dali su strani investitori. Strani investitori po preuzimanju lokalnih kompanija vrše značajne transfere materijalnih i nematerijalnih resursa, čime ih osposobljavaju da konkurišu kompanijama iz tržišnih ekonomija. Iako je uloga države u novom poslovnom ambijentu značajno umanjena ne može se zanemariti njen uticaj na konkurentnost nacionalnih kompanija. Uticaj države na konkurentnost

nacionalnih kompanija se ogleda u kreiranju pozitivnog poslovnog ambijenta, prelivanju imidža na nacionalne kompanije i obezbeđivanju finansijske, informativne i promotivne pomoći izvozno orjentisanim kompanijama. Mere države će uticati na konkurentnost kompanija, dok će njihova uspešnost povratno delovati na konkurentnost nacionalne ekonomije.

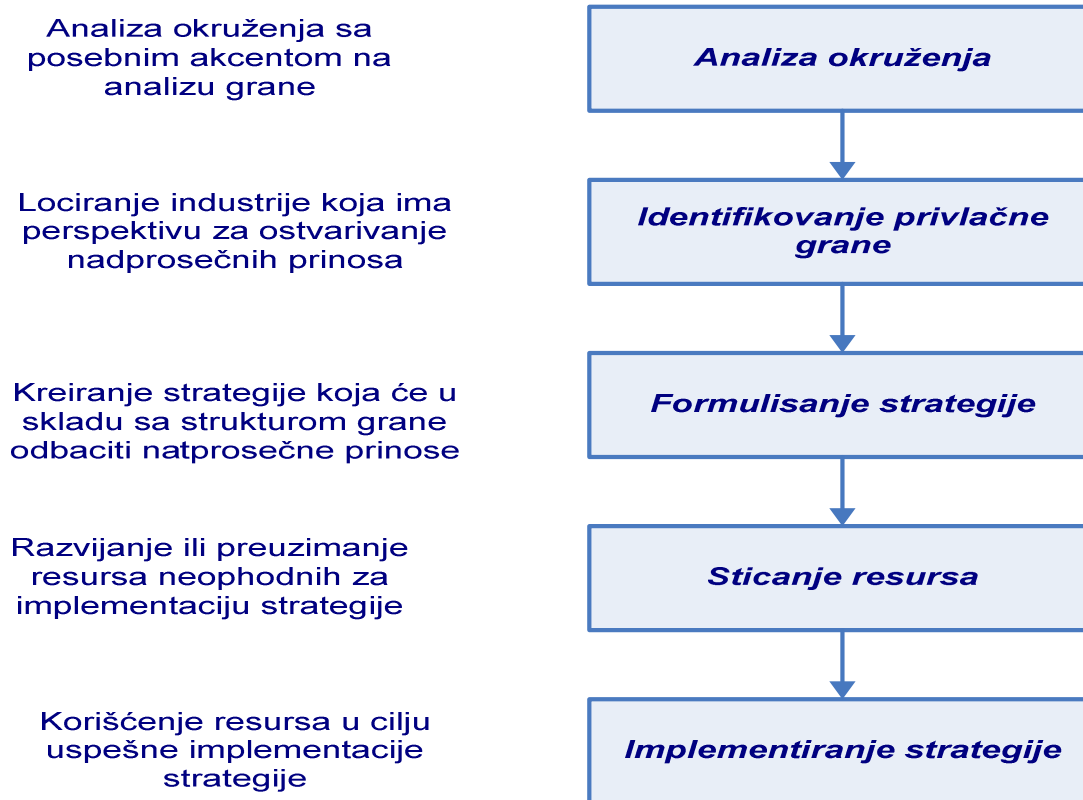
### ***1. Porterov pristup konkurentnosti preduzeća***

Uzrok veće ili manje konkurentnosti preduzeća je u periodu od početka šezdesetih pa do kraja osamdesetih godina prošloga veka je primarno objašnjavan eksternim faktorima. Model strukture grane je u ovom periodu dominirao, ističući da na iznadprosečne prinose kompanija mnogo veći uticaj ima struktura grane u kojoj kompanija nastupa nego odluke menadžmenta u okviru kompanije. Osnovne pretpostavke ovog modela su da:<sup>245</sup> 1. struktura grane opredeljuje strategiju preduzeća čija će primena odbaciti iznadprosečne prinose 2. većina firmi u okviru grane poseduje slične relevantne resurse 3. resursi su relativno pokretljivi između firmi u okviru grane 4. menadžment se ponaša racionalno nastojeći da u skladu sa okolnostima utiče na maksimiranje profita. Šematski se suština modela strukture grane može prikazati grafikonom 3.1.

---

<sup>245</sup> Ireland Duane, Hoskisson Robert, Hitt Michael, 2009, *The Management of Strategy, Concept and Cases*, South Western, Cengage Learning, str. 13

*Grafikon 3.1. Šematski prikaz modela strukture grane*



*Izvor:* Ireland Duane, Hoskisson Robert, Hitt Michael, 2009, *The Management of Strategy, Concept and Cases*, South Western, Cengage Learning, str. 16

Model je po svojoj suštini fazni, sa akcentom na eksterno okruženje. Cilj menadžmenta kompanije je da analizom poslovnog ambijenta identifikuje potencijalne opasnosti i šanse, a zatim uoči grane u kojima je moguće ostvariti natprosečne prinose. U skladu sa strukturom grane kompanija formuliše konkurentsku strategiju, a zatim razvija ili preuzima resurse neophodne za njenu implementaciju.

Veliku popularnost, kako teorijsku tako i praktičnu, model je stekao zahvaljujući *Michaelu Porteru* koji je formulisao pristup pet konkurentskih snaga. U okviru ovog pristupa posebno pitanje predstavlja kako definisati granu (industriju), kao glavni element u okviru pristupa. Jedna od definicija ističe da granu predstavljaju grupe preduzeća čiji proizvodi imaju toliko sličnosti da se takmiče za iste potrošače.<sup>246</sup> Gore navedena definicija ukazuje na to da su limiti grane definisani proizvodima i potrošačima. Promena u bilo kom

<sup>246</sup> Thompson Arthur, Strickland A. J., 2003, *Strategic Management Concept and Cases*, McGraw Hill Irwin, str. 77

od ova dva elementa vodi promenama granica industrije. Dinamične poslovne promene karakteristične za tekuće uslove poslovanja dovode do čestih promena limita grane, a samim tim i njihovog preklapanja.

Osim definisanja limita grane, neophodno je identifikovati elemente koji utiču na dugoročnu atraktivnost grane. U kratkom roku atraktivnost grane može biti pogođena velikim brojem faktora (npr. vremenske prilike, poslovni ciklusi i sl.), ali na dugi rok profitabilnost grane je definisana sa pet konkurentskih snaga:<sup>247</sup> 1. opasnost od ulaska novih konkurenata 2. pritisak supstituta 3. pregovaračka moć dobavljača 4. pregovaračka moć kupaca 5. nivo konkurencije. Cilj analize strukture grane je da se utvrdi uticaj svake od konkurentskih snaga na profitabilnost preduzeća, a zatim kreira strategija koja će minimizirati njihovo dejstvo. Delovanje pojedinih konkurentskih snaga se razlikuje od grane do grane. Najznačajnija konkurentska snaga opredeljuje rentabilnost grane, a u praksi njihov uticaj često nije u potpunosti očigledan.

*Opasnost od ulaska novih konkurenata.* Natprosečna profitabilnost u okviru grane predstavlja snažan motiv za kompanije iz drugih grana da se uključe u raspodelu profita. Ulazak novih konkurenata povećava kapacitete na nivou grane, podiže nivo konkurencije i negativno utiče na profitabilnost grane. Nivo opasnosti od ulaska novih konkurenata direktno zavisi od troškova ulaska u grani, koji sa druge strane zavise od barijera ulaska. Kada su barijere ulaska u granu takve da za nove konkurente prouzrokuju visoke inicijalne troškove koji ne mogu biti opravdani očekivanim prihodima, rizik od ulaska novih konkurenata se značajno smanjuje. U teoriji se brojne barijere ulaska u granu klasifikuju na sledeći način:<sup>248</sup> 1. barijere po osnovu ekonomije obima 2. barijere po osnovu troškovnih prednosti nezavisno od ekonomije obima 3. barijere po osnovu diversifikacije i 4. barijere po osnovu državne regulative.

Ekonomija obima predstavlja značajnu barijeru ulaska u pojedinim granama gde se nude nediferencirani proizvodi i gde nije moguće inkrementalno povećanje kapaciteta. Ulazak konkurenta u granu sa suboptimalnim obimom proizvodnje će dovesti do toga da

---

<sup>247</sup> Porter E. Michael, The Five Competitive Forces That Shape Strategy, *Harvard Business Review*, Vol. 86, No. 1, January 2008, str. 79 - 93

<sup>248</sup> Barney B. Jay, 1996, *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*, Adison Wesley Publishing Company, str. 70

bude troškovno neefikasan, dok proizvodnja punim kapacitetima pretila da erodira atraktivnost grane. Barijere po ovom osnovu se ne javljaju samo u proizvodnji već se mogu javiti u distribuciji, istraživanju i razvoju, marketingu, pa čak i finansiranju. Kompanije koje nastoje da uđu u granu mogu pokušati da ovu barijeru premoste time što će razviti primarnu tražnju, uvesti novu tehnologiju ili se diferencirati od postojećih konkurenata. Osim po osnovu ekonomije obima postojeći konkurenti mogu troškovne prednosti ostvarivati i po drugim osnovama. U pitanju su prednosti po osnovu krive iskustva, kontrolisanja tehnologije, pristupa sirovinama i kanalima distribucije, kontrole lokacija, visoki troškovi prelaska potrošača na nove dobavljače i sl.<sup>249</sup>

Osim troškova, jednu od značajnih barijera ulaska u granu može predstavljati i visok stepen diferenciranja. Kompanije lojalnost potrošača u okviru grane stiču značajnim ulaganjima u promociju i razvijanje brenda, što može predstavljati barijeru ulaska koju novi konkurenti ne mogu da premoste osim uz značajne troškove. Barijere ulaska na tržište piva u Srbiji se uglavnom odnose na visoku reputaciju koju kod potrošača uživaju dva glavna brenda. Osim kompanija, barijere ulaska u granu mogu razviti i državni organi. Država svojim merama može limitirati broj konkurenata u grani nastojeći da očuva kontrolu nad strateškim granama (energetika, telekomunikacije, vojna industrija i sl.), da zaštiti domaće firme ili usled postojanja prirodnih monopola (vodovod, kanalizacija i sl.). Prevazilaženje ovih barijera za kompanije izvan grane je često nemoguće, ili je moguće uz intenzivno lobiranje kod državnih organa. U praksi kompanije preventivno ulažu značajna sredstva u podizanje barijera ulaska u granu (nove tehnologije, ulaganja u brendiranje, kontrola resursa i sl.) čime se uvećavaju troškovi poslovanja, a grana gubi na atraktivnosti.

*Pritisak supstituta.* U praksi kompanije često previđaju pretnju od pojave supstituta s obzirom da je ona indirektna i nejasna u prvom trenutku. U pojedinim situacijama supstituti postaju toliko superiorni da u potpunosti unište inicijalnu granu (računar i pisaća mašina, kasete i CD, i sl.). Opasnost da supstituti erodiraju atraktivnost grane je veća ukoliko supstituti potrošačima nude bolji odnos cene i kvaliteta i ukoliko su troškovi prelaska na

---

<sup>249</sup> Porter E. Michael, 1996, *On Competition*, Harvard Business Review Book, str. 24



supstitute niski.<sup>250</sup> Kompanije nastoje da se od supstituta zaštite redukovanjem troškova proizvodnje ili ulaganjem u diferenciranje koje će kupcima pružiti dodatnu vrednost.

*Pregovaračka moć dobavljača.* Delovanje dobavljača na atraktivnost grane se ogleda kroz njihovu mogućnost da utiču na cene, kvalitet i prenošenje troškova na kompanije u grani. Na ovaj način oni deo stvorene vrednosti transferišu ka sebi, a na štetu kompanija u grani. Pregovaračka moć dobavljača je značajno veća ukoliko je:<sup>251</sup> 1. koncentracija u grani dobavljača veća od one u grani kupca, 2. dobavljači ne zavise u velikoj meri od prihoda ostvarenih na nivou jedne grane 3. dobavljači nude diferencirane proizvode za koje ne postoje supstituti 4. postoje značajni troškovi promene dobavljača i 5. postoji realna opasnost da se dobavljači vertikalno integrišu unapred. Uticaj dobavljača je, usled velike koncentracije, veoma značajan kod pojedinih industrija. Kod ovih industrija podizanje stepena konkurencije u grani dobavljača može se pozitivno odraziti na atraktivnost grane. Odluka državnih organa Republike Kine da podrže osnivanje nacionalne kompanije za proizvodnju komercijalnih aviona, a koja bi direktno konkurisala *Airbusu i Boingu*, će u budućnosti značajno uticati na atraktivnost grane avio saobraćaja koja sada zavisi od dva velika dobavljača.<sup>252</sup> U sve većem broju grana kompanije sa dobavljačima formiraju strateška partnerstva sa ciljem da se:<sup>253</sup> 1. uspostavi *just in time* koncept 2. skрати vreme razvoja novih komponenti 3. umanje defekti u proizvodnji kompanije i dobavljača 4. umanje troškovi proizvodnje dobavljača. Dugoročnim povezivanjem dobavljači i kupci iz konkurentskog prelaze u kooperativni odnos, a na obostranu korist.

*Pregovaračka moć kupaca.* Uticaj kupaca na atraktivnost grane se ogleda kroz pritisak na smanjenje cena, produženje rokova plaćanja, unapređenje kvaliteta proizvoda i pružanje post prodajnih usluga. Njihov uticaj indirektno utiče na intenziviranje rivalstva u grani, što u krajnjoj instanci dovodi do pada rentabilnosti. Uloga kupaca će biti veća u

---

<sup>250</sup> Porter E. Michael, The Five Competitive Forces That Shape Strategy, *Harvard Business Review*, Vol. 86, No. 1, January 2008, str. 79 - 93

<sup>251</sup> Isto

<sup>252</sup> <http://www.bloomberg.com/news/2010-11-17/china-s-first-passenger-plane-stokes-pride-wins-initial-sales.html>

<sup>253</sup> Thompson Arthur, Strickland A. J., 2003, *Strategic Management Concept and Cases*, McGraw Hill Irwin, str. 90

slučajevima:<sup>254</sup> 1. kada je koncentracija u grani kupca veća nego u grani prodavca 2. kada kupci nemaju dodatne troškove promene dobavljača 3. kada proizvodi kompanija čine značajan udeo u troškovima kupca 4. kada proizvodi na nivou grane nisu diferencirani 5. kada postoji realna opasnost da se kupci vertikalno integrišu unazad. Grana proizvođača auto delova se nalazi pod stalnim pritiskom svojih kupca. Naime, stepen koncentracije u grani auto industrije je relativno veliki, delovi čine značajan procenat troškova automobila, a uvek postoji opasnost da se auto kompanije u određenom stepenu vertikalno integrišu unazad. Kontrolisanje ove konkurentske snage kompanije nastoje da ostvare na taj način što će kupce učiniti manje “jedinstvenim”. Ovo je moguće ostvariti putem strateškog partnerstva sa kupcima, diferenciranjem proizvoda, širenjem baze kupaca, vertikalnim integrisanjem unapred i biranjem segmenata kupaca koji imaju manji uticaj.<sup>255</sup>

*Nivo konkurencije.* Aktivnosti konkurenata direktno utiču na prosečnu rentabilnost u okviru grane. Na atraktivnost grane će presudan uticaj imati stepen konkurencije, ali i način na koji kompanije konkurišu jedna drugoj. Stepem konkurencije će biti intenzivniji ukoliko:<sup>256</sup> 1. postoji veći broj konkurenata u okviru grane 2. barijere izlaska iz grane su izuzetno visoke 3. stopa rasta tržišta je relativno niska 4. veći broj konkurenata pretenduje da bude lider u grani. Sa druge strane način na koji kompanije konkurišu jedna drugoj će u velikoj meri opredeliti uticaj konkurencije na rentabilnost grane. U slučaju cenovnog rata realno će se deo vrednosti transferisati ka kupcima, a na štetu kompanija u okviru grane. Verovatnoća cenovnog rata je veća ukoliko:<sup>257</sup> 1. proizvodi u okviru grane nisu diferencirani 2. ukoliko su fiksni troškovi izuzetno visoki, a marginalni niski 3. kada se kapaciteti ne mogu uvećavati inkrementalno 4. kada je životni ciklus proizvoda izuzetno kratak. Ukoliko kompanije nastoje da opslužuju što veći broj segmenata nudeći im različite kombinacije elemenata marketing miksa, konkurencija neće dovesti do erodiranja rentabilnosti grane. Naime, širenjem potreba potrošača šire se limiti grane, a na korist svih konkurenata.

---

<sup>254</sup> Porter E. Michael, 1996, *On Competition*, A Harvard Business Review Book, str. 30

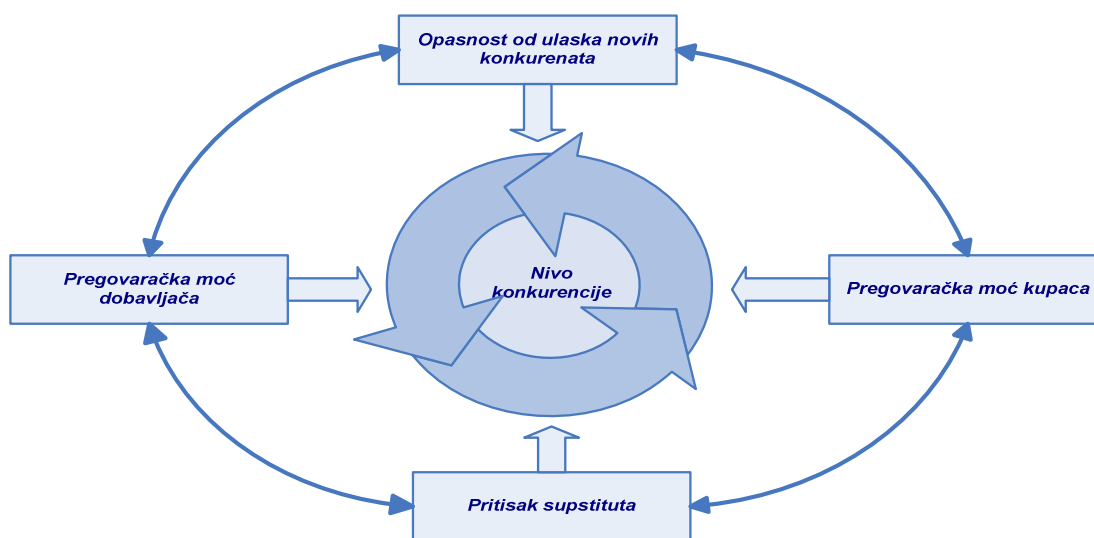
<sup>255</sup> Barney B. Jay, 1996, *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*, Adison Wesley Publishing Company, str. 70

<sup>256</sup> Isto, str. 84

<sup>257</sup> Porter E. Michael, The Five Competitive Forces That Shape Strategy, *Harvard Business Review*, Vol. 86, No. 1, January 2008, str. 79 - 93

Model strukture grane izložen je kritikama koje ističu da je po svojoj suštini statičan i da nije pokrio sve konkurentne snage. Statičnost modela, zbog čega nije toliko primenjivan u praksi koliko je citiran u literaturi, se uglavnom odnosi na previđanje uticaja konkurentskih snaga međusobno i neanaliziranje uticaja pojedinih eksternih faktora na konkurentne snage. S obzirom na nespornu međuzavisnost pojedinih konkurentskih snaga i njihove veze sa okruženjem, trebalo bi ih više posmatrati kao podsisteme nego kao pojedinačne elemente. Međuzavisnost elemenata u okviru sistema se može uprošćeno prikazati grafikonom 3.2.

***Grafikon 3.2. Međuzavisnost modela pet konkurentskih snaga***



***Izvor:*** Grundy Tony, Rethinking and Reinventing Michael Porter's Five Forces Model, *Strategic Change*, Vol. 15, No. 5, August 2006, str. 213 – 229

Pregovaračka pozicija kupaca utiče na pritisak supstituta i mogućnost ulaska novih konkurenata u granu. Kupci razvojem svojih potreba mogu postojeće barijere učiniti nedovoljnim da se spreči dolazak novih konkurenata. Sa druge strane, potrebe kupaca se mogu razvijati tako da uticaj supstituta na granu postane još veći. Dobavljači će sa svoje strane uticati na barijere ulaska tako što potencijalni konkurenti ne mogu da razviju odgovarajuću mrežu dobavljača, a sa druge strane preuzimanje dobavljača ili ulazak u strategijsku alijansu sa njima može predstavljati prvi korak u integrisanju unapred i ulazak

u granu. Pored toga dobavljači mogu nastojati da premoste postojeće konkurente u grani tako što će osim inputa nuditi i supstitute proizvodima grane.<sup>258</sup>

Modelu se takođe prigovara da nije obuhvatio uticaj komplementara na prosečnu rentabilnost grane. Za razliku od supstituta koji prevashodno dovode do uništavanja vrednosti na nivou grane komplementari dovode do stvaranja vrednosti.<sup>259</sup> Ukoliko su proizvodi dve grane bliski komplementi njihova vrednost pojedinačno za potrošača će biti veoma mala, što podržava tezu da bi ih trebalo uzeti u razmatranje prilikom analize grane. Stav *Portera* po ovom pitanju je da komplementari nisu zasebna konkurentska snaga već da oni utiču na postojeće konkurentske snage, na taj način čineći uticaj konkurentskih snaga manje ili više pozitivnim.<sup>260</sup> Jedno od mogućih rešenja ovog problema se nazire u modifikovanom modelu pet konkurentskih snaga, gde postoji primarno konkurentska i primarno kooperativna (komplementarna) dimenzija.<sup>261</sup> Primarno konkurentsku dimenziju u modelu imaju snage po vertikali (nivo konkurencije, pritisak supstituta i opasnost od ulaska novih konkurenata u granu), dok snage po horizontali (snaga dobavljača i snaga kupaca) pored konkurentske, u novom poslovnom ambijentu, dobijaju sve više kooperativni karakter.

Uvećani značaj brzorastućih ekonomija, čiji se institucionalni ambijent značajno razlikuje od onog u razvijenim ekonomijama, iznedrio je pitanje da li je *Porterov* model validan i u ovakvim uslovima. Kritičari su isticali da je model implicitno pošao od institucionalnog ambijenta koji vlada u razvijenim tržišnim ekonomijama, te da formulisane strategije do kojih bi se došlo primenom modela ne bi dale očekivane rezultate u uslovima nerazvijenih institucija.<sup>262</sup> Zaista, prve verzije modela pet konkurentskih snaga nisu razmatrale institucionalni ambijent, smatrajući ga datim. Međutim *Porterov* stav je vremenom evoluirao. Naime, uticaj državnih organa on ne smatra šestom konkurentskom

---

<sup>258</sup> Grundy Tony, Rethinking and Reinventing Michael Porter's Five Forces Model, *Strategic Change*, Vol. 15, No. 5, August 2006, str. 213 – 229

<sup>259</sup> Grant M. Robert, 2005, *Contemporary Strategy Analysis*, Blekwall Publishing, str. 103

<sup>260</sup> Porter E. Michael, The Five Competitive Forces That Shape Strategy, *Harvard Business Review*, Vol. 86, No. 1, January 2008, str. 79 - 93

<sup>261</sup> Kaličanin Đorđe, 2006, *Menadžment vrednosti preduzeća*, Ekonomski fakultet Beograd, str. 219

<sup>262</sup> Narayanan V. K, Fahey Liam, The Relevance of the Institutional Underpinnings of Porter's Five Forces Framework to Emerging Economies: An Epistemological Analysis, *Journal of Management Studies*, Vol. 42, No. 1, January 2005, str. 207 - 223

snagom, jer uticaj države na prosečnu rentabilnost u grani nije po svojoj suštini ni dobar ni loš. Uticaj državnih organa na rentabilnost grane je posredan, putem delovanja na već izložene konkurentske snage.<sup>263</sup>

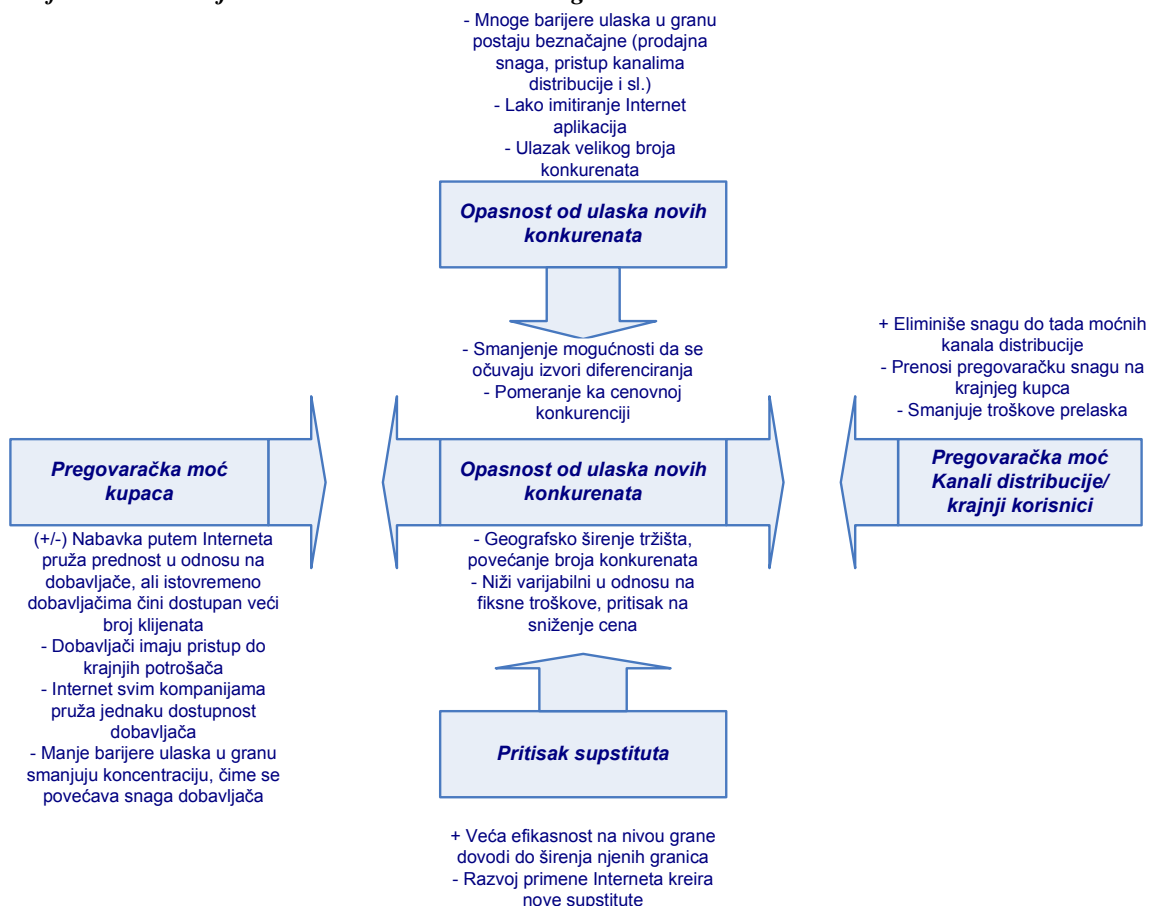
Modelu pet konkurentskih snaga su pojedini autori zamerili da nije obuhvatio tehnologiju, prvenstveno informacionu, koja je odgovorna za kreiranje uslova hiperkonkurencije. Međutim, ovakva kritika se ne može smatrati ispravnom jer tehnologija sama po sebi ne može pojedinu granu učiniti više ili manje rentabilnom. Uticaj tehnoloških promena, koje su po svojoj suštini intenzivne i nepredvidive, se pre može smatrati faktorom koji utiče na postojeće konkurentske snage nego zasebnom konkurentskom snagom. Tehnološke promene dovode do “odmrzavanja” strukture grana, stvarajući nove odnose.<sup>264</sup> Razvoj Interneta je suštinski promenio strukturu grana primoravajući kompanije da restrukturiraju poslovanje u skladu sa novim poslovnim ambijentom. Delovanje i značaj konkurentskih snaga varira od grane do grane, zbog čega razvoj Interneta specifično utiče na svaku granu pojedinačno. Ipak je moguće izvesti neke opšte zaključke o vezi Interneta i pojedinih konkurentskih snaga. Kao što se vidi sa grafikona 3.3. uticaj Interneta na prosečnu rentabilnost na nivou grane je uglavnom negativan.

---

<sup>263</sup> Porter E. Michael, The Five Competitive Forces That Shape Strategy, *Harvard Business Review*, Vol. 86, No. 1, January 2008, str. 79 -

<sup>264</sup> Porter E. Michael, Millar E. Victor, How Information Gives You Competitive Advantage, *Harvard Business Review*, Vol. 63, No. 4, July – August 1985, str. Str. 2 - 14

**Grafikon 3.3. Uticaj Interneta na konkurentne snage**



**Izvor:** Porter E. Michael, *Strategy and the Internet*, *Harvard Business Review*, Vol. 79, No. 3, March 2001, str. 64 – 78

Nakon analize grane, kompanija bi pri formulisanju strategije trebalo da pristupi utvrđivanju svoje i pozicije konkurenata na nivou grane. Za ove potrebe se koristi tehnika koja se u praksi naziva mapiranje strategijskih grupa. Strategijske grupe se definišu kao grupe konkurenata u grani koji imaju slične konkurentne karakteristike.<sup>265</sup> Ovaj pristup se u praksi pokazao kao dobar međukorak između analize grane i analize kompanije.<sup>266</sup> Pojedine industrije imaju svega jednu, a druge veći broj strategijskih grupa. Mapiranje se vrši tako što se identifikuju ključni elementi po kojima se strategijske grupe razlikuju, zatim se strategijske grupe unesu na dvodimenzionalni dijagram, pri čemu veća površina grupe

<sup>265</sup> Porter Michael, 1980, *Competitive Strategy Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, The Free Press, str. 129

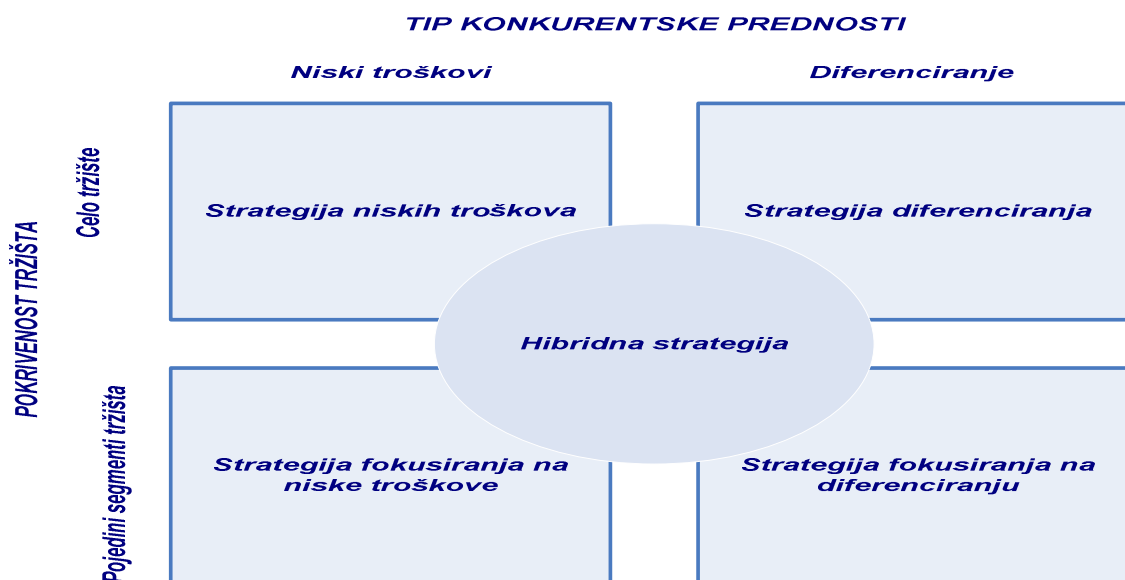
<sup>266</sup> Peng Mike, Tan Justin, Tong W. Tony, *Ownership Types and Strategic Groups in an Emerging Economy*, *Journal of Management Studies*, Vol. 41, No. 7, 2004, str. 1105 - 1129

pokazuje njenu snagu na nivou industrije. Prilikom mapiranja bi trebalo koristiti karakteristike koje nemaju veliki stepen korelacije, kako bi se izbegao problem cikličnosti. Mapiranje bi trebalo da da odgovore kako konkurentske snage utiču na pojedine strategijske grupe, u kom stepenu zavisi rentabilnost na nivou jedne grupe od slabosti i snage drugih grupa, i koji je nivo konkurencije između grupa. Stepenn konkurencije između pojedinih strategijskih grupa je u pozitivnoj vezi sa njihovom blizinom na mapi.

## ***2. Konkurentske strategije kao spona interne kompetentnosti i poslovnog okruženja***

Analiza atraktivnosti grane daje informacije o prosečnoj rentabilnosti u okviru grane i potencijalnoj rentabilnosti preduzeća. Stvarni prinos za vlasnike zavisi sa jedne strane od strukture grane, a sa druge od interne kompetentnosti preduzeća da u skladu sa eksternim ograničenjima kreira vrednost za kupce. Da bi kreirala superiornu vrednost za kupce, koja prevazilazi vrednost koju nude konkurenti, kompaniji na raspolaganju stoji pet konkurentskih strategija. Strategije su definisane na bazi obuhvata tržišta i tipa konkurentске prednosti koja se nastoji ostvariti. Pet generičkih strategija koje se primenjuju na nivou strategijskih jedinica se grafički mogu prikazati na sledeći način.

***Grafikon 3.4. Generičke konkurentske strategije***



***Izvor:*** Thompson Arthur, Strickland J., 2001, *Strategic Management, Concept and Cases*, McGraw Hill Irwin, str. 151

Strategija diferenciranja podrazumeva da se kupcima nude proizvodi sa dodatnom vrednošću. Veoma je bitno da kupci ponuđene proizvode pozitivno ocenjuju, jer se relevantnost diversifikacije verifikuje na tržištu. Kupcima je neophodno ponuditi proizvode koji im smanjuju troškove korišćenja proizvoda (karakteristično za industrijske proizvode), pružaju veću vrednost po osnovu korišćenja, nude nematerijalnu vrednost (luksuzna dobra) i pružaju vrednost koju ne mogu da pruže ostali konkurenti u grani.<sup>267</sup> Diferenciranje ponude omogućava kompanijama da primenjuju premijumske cene za svoje proizvode i/ili povećaju obim prodaje i/ili uvećaju lojalnost kupaca.<sup>268</sup> Kod ove strategije može se vršiti diferenciranje skoro svake karakteristike proizvoda ili usluge. Strategija je mnogo uspešnja ukoliko se diferenciranje vrši po više osnova, tako da konkurencija ne može lako kopirati strategiju preduzeća. Na ovaj način se kod konkurencije stvara konfuzija šta je izvor konkurentne prednosti i na koji način kombinovati date elemente diferenciranja. Iako su mogućnosti diferenciranja skoro neograničene, u teoriji su vršene određene klasifikacije po kojim osnovama je moguće vršiti diferenciranje ponude. Jedna od često isticanih klasifikacija navodi sledeće elemente: upotrebna vrednost proizvoda, povezanost različitih funkcija u okviru preduzeća, brzina lansiranja novog proizvoda i odgovaranja na potrebe kupaca, kontrolisanje lokacija, posedovanje jedinstvenog marketing miksa, povezanost sa drugim kompanijama (komplementarne usluge i proizvodi) i pozitivna reputacija na tržištu.<sup>269</sup> Da bi postigla diferenciranje po jednom ili više osnova kompanija mora da vrši i/ili povezuje aktivnosti u lancu vrednosti na jedinstven način tako da pružaju dodatnu vrednost kupcima. Primer aktivnosti u okviru lanca vrednosti koje često predstavljaju predmet diferenciranja prikazan je grafikonom 3.5.

---

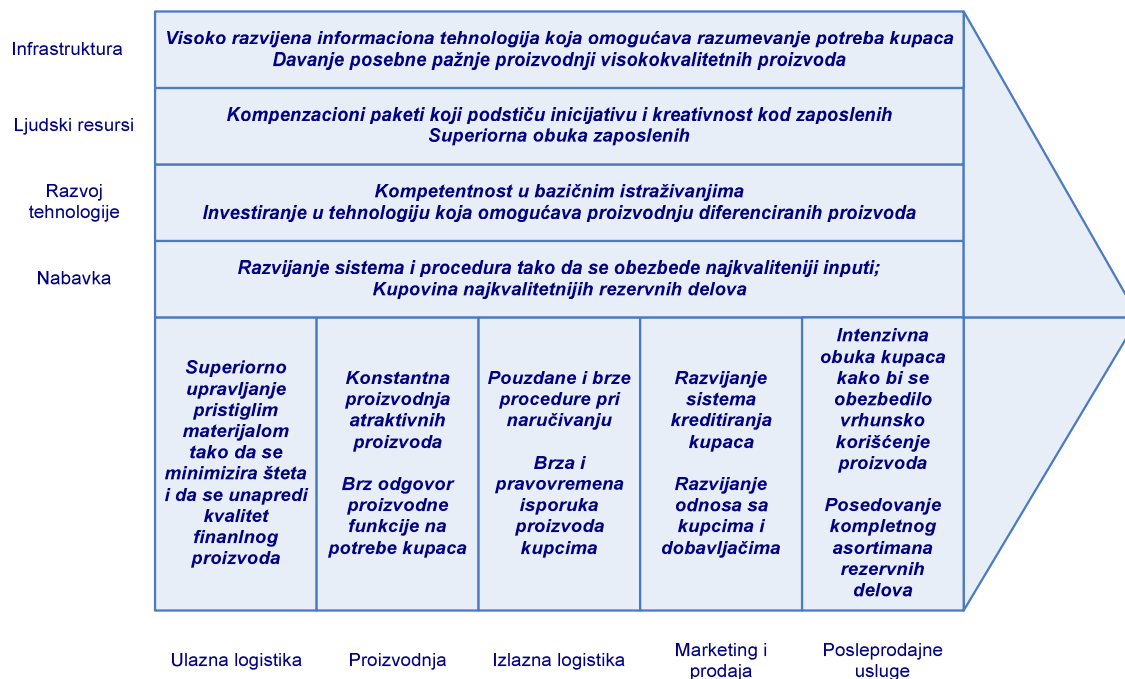
<sup>267</sup> Thompson Arthur, Strickland J., 2003, *Strategic Management, Concept and Cases*, McGraw Hill Irwin, str. 165

<sup>268</sup> Kaličanin Đorđe, 2006, *Menadžment vrednosti preduzeća*, Ekonomski fakultet Beograd, str. 267

<sup>269</sup> Barney B. Jay, 1996, *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*, Adison Wesley Publishing Company, str. 222



**Grafikon 3.5. Aktivnosti u lancu vrednosti koje stvaraju vrednost primenom diferenciranja**



**Izvor:** Ireland Duane, Hoskisson Robert, Hitt Michael, 2009, *The Management of Strategy, Concept and Cases*, South Western, Cengage Learning, str. 138

Teorijska razmatranja aktivnosti koje doprinose uspehu strategije diferenciranja su empirijski potvrđena. Istraživanje u kome su učestvovali menadžeri iz 227 kompanija pokazalo je da su za uspeh strategije diferenciranja od suštinske važnosti inovacije u proizvodnoj tehnologiji i marketingu, insistiranje na inovativnosti i kreativnosti zaposlenih i postavljanje kao cilja velikog tržišnog učešća.<sup>270</sup>

Iako veoma atraktivna, strategija se pokazala bremenitom rizicima. Ono što u jednom trenutku predstavlja dodatnu vrednost za kupca, usled pritiska konkurencije vremenom postaje karakteristika proizvoda koja se podrazumeva. Stoga kompanije koje je primenjuju moraju konstantno da rade na diferenciranju ponude u odnosu na konkurenciju. Strategija će biti neuspešna ukoliko kompanija bude nastojala da se diversifikuje na atributima koji ne pružaju dodatnu vrednost kupcima, ukoliko kupci smatraju da su premijumske cene suviše

<sup>270</sup> Akan Obasi, Alan Richard, Helms Marilyn, Sprals Samuel, Critical Tactics for Implementing Porter's Generic Strategies, *Journal of Business Strategy*, Vol. 27, No. 1, 2006, str. 43 - 53

visoke za pruženu dodatnu vrednost, ukoliko diferenciranje proizvoda ne zadovoljava sve dodatne potrebe kupaca i sl.<sup>271</sup>

Strategija niskih troškova podrazumeva da preduzeće nudi kupcima proizvode standardnih karakteristika, pri čemu su ukupni troškovi proizvodnje i isporuke niži od konkurencije. Primena ove strategije dovodi do superiornih performansi u odnosu na konkurenciju.<sup>272</sup>

- Kada kompanija formira cene niže od konkurencije uvećavajući obim prodaje. Smanjenje profitne margine mora da bude kompenzirano uvećanom prodajom.
- Kada kompanija drži iste cene kao konkurencija ne uvećavajući tržišno učešće. Smanjenje troškova uvećava profitne margine što dovodi do rasta prinosa na uloženi kapital.

Strategija niskih troškova daje rezultate samo u slučaju kada svojim aktivnostima preduzeće može da postigne niže ukupne troškove od konkurencije na dugoročnoj osnovi. Ukoliko su u pitanju aktivnosti koje konkurencija može relativno lako i jednostavno da kopira, primena ove strategije može dovesti do cenovnog rata i erozije atraktivnosti cele grane. Ostvarivanje prednosti po osnovu niskih troškova se može ostvariti na dva osnovna načina, tako što će se kontrolisati faktori koji izazivaju troškove ili tako što će se rekonfigurisati celokupan lanac vrednosti.

U okviru lanca vrednosti postoje aktivnosti koje dominantno utiču na ukupne troškove. Cilj menadžmenta je da identifikuje te aktivnosti, a da zatim pokuša da ih kontroliše preko faktora koji izazivaju troškove. U teoriji se kao glavni pokretači troškova navode: ekonomija obima, kriva iskustva, veze u okviru lanca vrednosti i sistemu vrednosti (*just in time* koncept), cena ključnih inputa, povezanost sa drugim poslovnim jedinicama, stepen vertikalne integracije, primena pionirske ili sledbeničke strategije, lokacija, poslovne odluke (odluka o funkcijama proizvoda, odluka o posle prodajnim odlukama i sl.) i uticaj

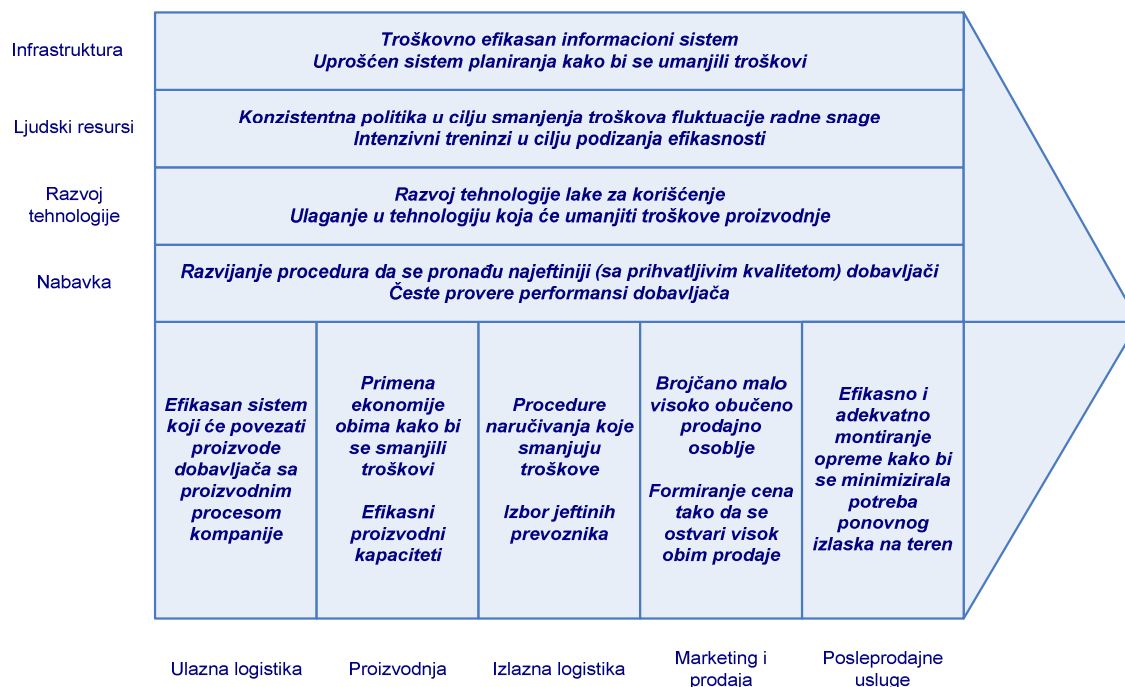
---

<sup>271</sup> Thompson Arthur, Strickland J., 2003, *Strategic Management, Concept and Cases*, McGraw Hill Irwin, str. 167

<sup>272</sup> Isto, str. 165

institucija (poreske stope i sl.).<sup>273</sup> Grafikonom 3.6. prikazan je primer aktivnosti koje doprinose stvaranju vrednosti primenom strategije niskih troškova.

**Grafikon 3.6. Aktivnosti lanca vrednosti koje stvaraju vrednost primenom strategije niskih troškova**



**Izvor:** Ireland Duane, Hoskisson Robert, Hitt Michael, 2009, *The Management of Strategy, Concept and Cases*, South Western, Cengage Learning, str. 134

Sa grafikona 3.6. vidi se da sve aktivnosti u okviru lanca vrednosti moraju biti usmerene ka redukciji troškova i podizanju efikasnosti. Empirijska istraživanja su pokazala da uspešna primena ove strategije zahteva uspostavljanje poslovne kulture koja promovise opštu efikasnost, kontrolisanje troškova proizvodnje i distribucije.<sup>274</sup> Međutim, često postojeći lanac vrednosti ne ostavlja puno prostora kompaniji da ostvari konkurentsku prednost po osnovu niskih troškova. U ovakvim slučajevima kompanije moraju da pristupe rekonstrukciji lanca vrednosti, što predstavlja radikalne promene u dotadašnjem sistemu poslovanja. Najčešće se rekonstrukcija lanca vrednosti vrši na sledeće načine: uvođenje

<sup>273</sup> Porter E. Michael, 1985, *Competitive Advantage – Creating and Sustaining Superior Performance*, The Free Press, str. 83

<sup>274</sup> Akan Obasi, Alan Richard, Helms Marilyn, Sprals Samuel, Linking Strategic Practice and Organizational Performance to Porter's Generic Strategies, *Journal of Business Process Management*, Vol. 12, No. 4, 2006, str. 433 - 454

elektronskog poslovanja, direktan kontakt sa kupcima (izbegavanje posrednika), prelazak na manje složenu i kapitalno intenzivnu tehnologiju, realokacija proizvodnih kapaciteta (bliže kupcima ili dobavljačima, u zemlje sa jeftinom radnom snagom i sl), sužavanje proizvodnog asortimana i ponuda osnovnih modela, reinženjering poslovnih procesa tako da se otklone sve aktivnosti koje neznatno dodaju vrednost (istraživanja pokazala da se na ovaj način mogu smanjiti troškovi po jedinici za 30% do 70%, dok inkrementalne promene dovode do smanjenja troškova za 5% do 10%).<sup>275</sup>

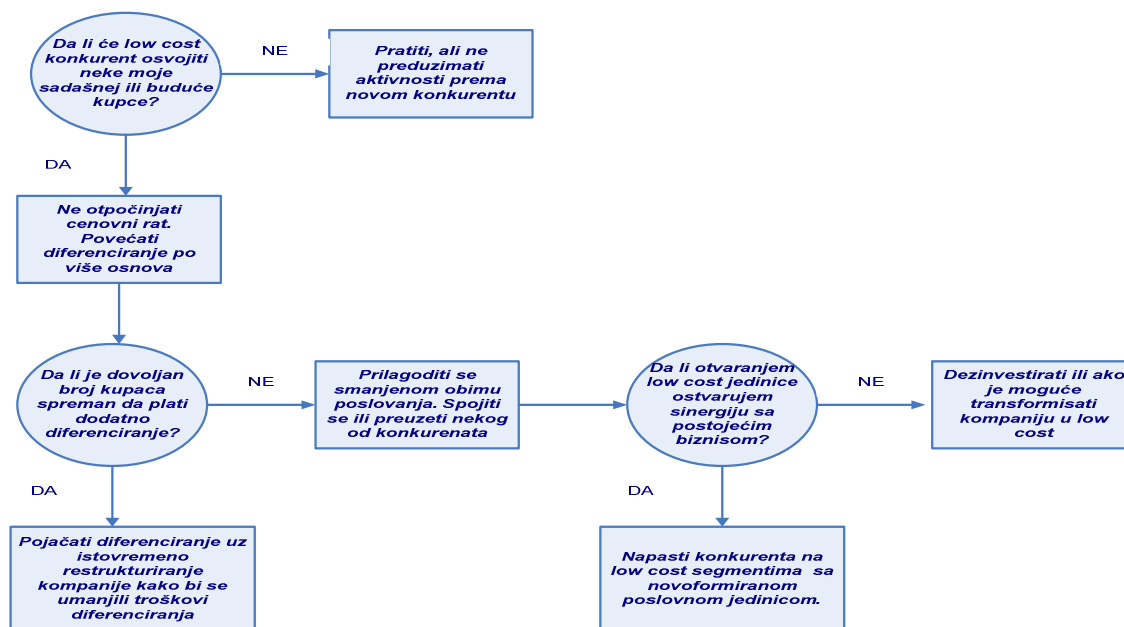
Primena strategije niskih troškova nosi sa sobom određene rizike. Kompanije koje primenjuju ovu strategiju uglavnom agresivno snižavaju cene, pri čemu smanjivanje profitnih margina ne prati isti rast prodaje. Pored toga, kompanije često celokupnu energiju usmeravaju na snižavanje troškova prenebregavajući činjenicu da su potrebe kupaca promenljive i da oni često osim standardnih žele i modele sa dodatnim funkcijama. Značajan rizik vezan za ovu strategiju tiče se radikalnih promena u tehnologiji. Skokovita unapređenja tehnologije bi moglo dovesti do značajnih redukcija troškova tako da će se kompanije koje su svoju konkurentsku prednost gradile na niskim troškovima naći u velikim problemima.

Pored potencijalnih nedostataka, strategija niskih troškova je u poslednjoj deceniji doživela pravu ekspanziju. Kompanije koje je primenjuju su se pojavile u granama u kojima se konkurentska prednost u najvećoj meri gradila na diferenciranju (automobilska industrija, avio saobraćaj i sl.). U ovim granama su konkurenti sa niskim troškovima identifikovali cenovno osteljive segmente, vršeći ogroman pritisak na dotadašnje lidere. Pojava *low cost* konkurenata zahteva donošenje strategijskih odluka, koje se mogu prikazati algoritmom predstavljenim na grafikonu 3.7.

---

<sup>275</sup> Thompson Arthur, Strickland J., 2003, *Strategic Management, Concept and Cases*, McGraw Hill Irwin, str. 157

Grafikon 3.7. Algoritam za odgovor na napade low cost konkurenata



Izvor: Kumar Nirmalya, Strategies to Fight Low – Cost Rivals, *Harvard Business Review*, Vol. 84, No. 12, December 2006, str. 106 – 112

Navedeni algoritam pokazuje da reakcija na napad konkurenata sa niskim troškovima zahteva studioznu analizu njegovih poteza i internih kompetentnosti. Kompanije u praksi najčešće preskaču korake u algoritmu automatski pokrećući sopstveni biznis na bazi niskih troškova. Nisu sve kompanije podjednako sposobne da upravljaju poslovanjem na bazi niskih troškova, tako da praksa obiluje neuspešnim primerima. *British Airways* koji se našao na udaru *Ryanaira*, low cost konkurenta, pokušao je da pokrene sopstvenu avio kompaniju koja će svoje poslovanje bazirati na niskim cenama. Međutim, novoosnovana kompanija se pokazala kao nerentabilna zbog čega je *British Airways* pretrpeo značajne gubitke.

Treći tip strategije u okviru generičkih strategija predstavljaju strategije koje su usmerene na opsluživanje tržišnih niša ili segmenata. Opsluživanje tržišnih segmenata se može javiti u dve varijante: fokusiranje na niske troškove i fokusiranje na diferenciranje. Pretpostavke za primenu ove strategije su: dostupnost određenog segmenta, veličina segmenta, određivost segmenta, stabilnost segmenta i konačno rentabilnost.<sup>276</sup> Ova

<sup>276</sup> Rakita Branko, 2009, *Međunarodni marketing*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 135

strategija će biti relativno atraktivna za kompanije, naročito manje, kada su lideri svesno ili nesvesno zapostavili pojedine segmente, kada je konkurencija na nivou segmenta relativno slaba i kada kompanija poseduje interne kompetentnosti neophodne za opsluživanje delimično specifične tražnje. Ova strategija, u zavisnosti od varijante, nosi sa sobom iste rizike koji su karakteristični za strategiju niskih troškova ili diferenciranja, ali poseduje i neke specifične rizike. Promene preferencija potrošača u okviru segmenta mogu biti takve da postojeće specifične aktivnosti preduzeća prestanu da budu izvor konkurentске prednosti. Pored toga mogući su strateški zaokreti lidera u grani sa ciljem da se pokriju svi tržišni segmenti što će ih dovesti u direktan sukob sa kompanijama koje primenjuju strategije fokusiranja. Konačno veličina i rentabilnost segmenta bi vremenom mogli da evoluiraju što će privući nove konkurente i značajno otežati poziciju kompanija koje primenjuju strategiju fokusiranja.

Strategija koja predstavlja istovremeno diferenciranje ponude i ostvarivanje nižih troškova u odnosu na konkurenciju, tzv. hibridna strategija, je bila predmet snažnih sporenja u ekonomskoj teoriji. *Porter* je u prvobitnim radovima tvrdio da kompanija koja nastoji da ostvari konkurentsku prednost putem niskih troškova i diferenciranja neminovno dolazi u situaciju da se „zaglavi u sredini“, odnosno da ne ostvaruje konkurentsku prednost ni po jednom osnovu. Svoj stav bazira na tome da strategije diferenciranja i niskih troškova pretpostavljaju različito strukturiranje lanca vrednosti i stavljanje akcenta na različite aktivnosti.<sup>277</sup> Pojava *Toyote* koja je kupcima ponudila diferencirane automobile po pristupačnim cenama je opovrgla *Porterove* stavove. Ova strategija je prihvatljiva u situacijama kada se usled različitosti ukusa potrošača diversifikovanje podrazumeva, a kada pored toga postoji značajan procenat kupaca koji su cenovno osetljivi. Ciljna grupa su takozvani „kupci svesni vrednosti“. Neka novija istraživanja su pokazala da kompanije koje primenjuju hibridnu strategiju ostvaruju superiornije performanse u odnosu na kompanije koje primenjuju samo strategiju niskih troškova ili diferenciranja. Tabelom 3.1. su prikazani rezultati istraživanja koje je obuhvatilo 1,789 strategijskih jedinica.

---

<sup>277</sup> Porter E. Michael, 1985, *Competitive Advantage – Creating and Sustaining Superior Performance*, The Free Press, str. 18

Tabela 3.1 Performanse poslovnih jedinica u zavisnosti od primenjene strategije

Performanse	Hibridna strategija	Diferenciranje	Niski troškovi	Fokus na diferenciranju	Fokus na niskim troškovima	Zaglavljeni u sredini
Prinos na investicije %	35,5	32,9	30,2	17	23,7	17,8
Rast prodaje %	15,1	13,5	13,5	16,4	17,5	12,2
Rast tržišnog učešća %	5,3	5,3	5,5	6,1	6,3	4,4

**Izvor:** Dess G, Lumpkin G, Eisner A, 2007, *Strategijski menadžment*, Data status, str. 164, prema Kaličanin Đorđe, O hibridnoj generičkoj strategiji: niski troškovi i diferenciranje istovremeno, *Ekonomika preduzeća*, Vol. LV, No. 7-8, Novembar – Decembar 2007, str. 263 - 272

Na uspešnu primenu hibridne generičke strategije veliki uticaj su imale inovacije u oblasti menadžmenta i tehnološki napredak. Uvođenje sistema totalnog kvaliteta TQM od strane japanskih firmi predstavljalo je prekretnicu u primeni hibridne generičke strategije. TQM predstavlja menadžment inovaciju koja se zasniva na kreiranju organizacije koja je u potpunosti posvećena potrebama kupaca, konitnualnom unapređenju procesa i uključivanju svih zaposlenih u rešenje problema organizacije.<sup>278</sup> Pravilna primena TQM dovodi do rasta zadovoljstva kupaca, snižavanja troškova i skraćivanja vremena u kome se lansiraju novi proizvodi na tržištu. Primena hibridne strategije je usko povezana sa uvođenjem fleksibilnog sistema proizvodnje. Fleksibilni proizvodni kapaciteti omogućavaju kompanijama da relativno brzo i jednostavno odgovore na izmenjene potrebe kupaca, čime se postiže određeni stepen diferenciranja. Istovremeno, putem standardizacije pojedinih komponenti za sve modele proizvoda postiže se konkurentska prednost po osnovu niskih troškova.

Poseban značaj za primenu hibridne generičke strategije ima informatičko povezivanje u mrežu sa dobavljačima, distributerima i kupcima. Razvoj informacione tehnologije je omogućio da se lanac vrednosti kompanije poveže sa lancima vrednosti dobavljača, distributera i kupaca, a njihove aktivnosti i dobijene informacije utiču na nivo stvorene vrednosti. Na ovaj način su razvijene menadžment inovacije kao što su *Customer Relationship Management* i *Just in Time* koncept. Ova dva koncepta su kreirala pretpostavke da kompanije ostvare racionalizacije u troškovima poslovanja i diferenciraju se u odnosu na konkurenciju. Uštede u troškovima se postižu bržim protokom informacija, čime se ukidaju prazni hodovi i bespotrebno držanje zaliha, i informatizacijom pojedinih

<sup>278</sup> Ireland Duane, Hoskisson Robert, Hitt Michael, 2009, *The Management of Strategy, Concept and Cases*, South Western, Cengage Learning, str. 146

procesa, čime se postiže veća efikasnost i ukida potreba za radnom snagom.<sup>279</sup> Sa druge strane, diferenciranje se postiže boljim upoznavanjem sa potrebama kupaca i „kostjimizacijom“ ponude, povezivanjem sa drugim industrijama i sl.

Iako empirijski rezultati govore u prilog hibridne strategije njena operacionalizacija je izuzetno teška. Teškoća primene proističe iz dualnih zahteva strategije niskih troškova i strategije diferenciranja. Naime, kompanija se nalazi pod konstantnim pritiskom da vrši redukciju troškova i diferenciranje ponude. Postoji stalna opasnost da će konkurenti koji primenjuju strategiju niskih troškova preuzeti cenovno osetljive kupce dok će konkurenti koji primenjuju strategiju diferenciranja preuzeti kupce koji vrednuju karakteristike proizvoda.

### **3. Alternativni pristupi konkurentnosti preduzeća**

Kao što je već navedeno, granski pristup konkurentnosti, iako najčešće citiran, bio je predmet mnogih kritika. Modelu se najviše zameralo da polazi od pretpostavke da postoji homogenost i savršena pokretljivost resursa u okviru grane, a da je cilj preduzeća da osmisli konkurentsku strategiju koju konkurencija neće uspeti da imitira. Kritičari su isticali da kompanije koje posluju u okviru iste grane i primenjuju iste strategije mogu ostvarivati različite prinose na investirana sredstva. Na podlozi ovih kritika nastala je resursna teorija koja izvore konkurentne prednosti vidi u kontroli specifičnih resursa.

Osnovno pitanje koje se postavlja u okviru resursne teorije je šta su to resursi i kako ih definisati. Jedna od najšire prihvaćenih definicija je da resursi predstavljaju svu materijalnu i nematerijalnu imovinu koja je na dugi i srednji rok vezana za preduzeće.<sup>280</sup> Uporedo sa pojmom resursa u teoriji su autori potencirali razliku između resursa i kompetencija. Pod pojmom resursa autori su podrazumevali:<sup>281</sup> 1. fizičke 2. finansijske 3. ljudske i 4. organizacione resurse. Sa druge strane, kompetencije predstavljaju „vezivnu masu“ koja povezuje resurse tako da se oni mogu uposliti u cilju kreiranja konkurentne

---

<sup>279</sup> Porter E. Michael, Millar E. Victor, How Information Gives You Competitive Advantage, *Harvard Business Review*, Vol. 63, No. 4, July – August 1985, str. 2 – 14

<sup>280</sup> Wernerfelt Birger, A Resources Based View of the Firm, *Strategic Management Journal*, Vol. 5, No. 2, 1984, str. 171 - 180

<sup>281</sup> Barney B. Jay, 1996, *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*, Addison Wesley Publishing Company, str. 143



prednosti.<sup>282</sup> Iako osnivač resursne teorije *Barney* ističe da nema potrebe da se vrši razgraničenje između resursa i kompetentnosti, smatrajući da sposobnost preduzeća da organizuje resurse takođe predstavlja resurs, u teoriji je veći broj autora prihvatio razliku između resursa i kompetentnosti. Suština resursne teorije se može prikazati grafikonom 3.8.

**Grafikon 3.8. Šematski prikaz modela na resursima zasnovanej konkurentskoj prednosti**



*Izvor:* Ireland Duane, Hoskisson Robert, Hitt Michael, 2009, *The Management of Strategy, Concept and Cases*, South Western, Cengage Learning, str. 17

Osnovna pretpostavka resursnog modela je ta da u okviru grane postoji nesavršeno tržište resursa, koji su heterogeni i imobilni u okviru grane. S obzirom da svako preduzeće predstavlja jedinstven skup resursa, najvažnije pitanje u okviru resursne teorije predstavlja utvrđivanje resursa koji će omogućiti preduzeću da nadmaši konkurente u okviru grane. Jasno je da nisu svi resursi izvor konkurentске prednosti, odnosno da ne doprinose svi resursi nadprosečnim prinosima. Da bi predstavljali izvor konkurentске prednosti resursi moraju da zadovolje sledeće karakteristike:<sup>283</sup>

<sup>282</sup> Hooly Graham, Broderick Amanda, Moler Kristian, Competitive Positioning and Resources Based View of the Firm, *Journal of Strategic Marketing*, Vol. 6, No. 2, 1998, str. 97 - 115

<sup>283</sup> Barney Jay, Firm Resources and Sustained Competitive Advantage, *Journal of Management*, Vol. 17, No. 1, 1991, str. 99 - 120

- Moraju da budu vredni
- Moraju da budu retki
- Da budu teški za imitiranje
- Da budu nesupstitabilni

Vrednost resursa se reflektuje kroz snižavanje troškova poslovanja i uvećanje prihoda, odnosno stvaranje vrednosti za stejkholdere. Vredni resursi su samo resursi koji doprinose neutralisanju pretnji iz okruženja i korišćenju ukazanih prilika. Na ovaj način je resursna teorija u direktnoj vezi sa *SWOT* modelom, odnosno na ovaj način se postiže komplementarnost resursnog modela konkurentске prednosti i modela strukture grane.<sup>284</sup> S obzirom da kompanije posluju u različitim granama i da primenjuju različite strategije (diferenciranje, niski troškovi ili hibridna strategija) resursi nemaju univerzalnu vrednost. Naime, vrhunski investicioni bankar nema punu vrednost za proizvodno preduzeće, dok za kompaniju koja primenjuje strategiju niskih troškova nisu vredan resurs inovativni inženjeri koji su sposobni da razvijaju nove proizvode sa unapređenim karakteristikama. Usled promena u okruženju (prilika i pretnji) resursi koji su u jednom trenutku bili vredni to mogu prestati da budu. Kompanija u ovom slučaju ima dve mogućnosti: da u skladu sa novonastalom situacijom razvije i pribavi nove resurse ili da postojeće resurse uposli na novi način. *Železare u SSSR su uglavnom bile koncentrisane na proizvodnju kvalitetnog čelika za potrebe vojne industrije. Nakon raspada zemlje ove potrebe su se značajno smanjile tako da su se kompanije suočile sa problemom kako da uposle resurse osposobljene za proizvodnju visokokvalitetnog čelika. Ovaj problem neke od železara su rešile tako što su promenile bazu kupaca i okrenule se komercijalnim klijentima.*

Posedovanje vrednih resursa nije dovoljan uslov da se ostvari održiva ili trenutna konkurentska prednost. Da bi se to postiglo neophodno je da resursi budu retki, odnosno da nisu na raspolaganju svim konkurentima u grani. Ukoliko veliki broj kompanija poseduje isti vredan resurs i mogućnost da ga eksploatiše, tada ni jedna ne ostvaruje konkurentsku prednost. Sve dok je broj kompanija koje poseduju vredan resurs manji od broja kompanija

---

<sup>284</sup> Isto

neophodnih da se postigne savršena konkurencija za ovim resursom, resurs potencijalno može biti izvor konkurentne prednosti.<sup>285</sup>

Vredni i retki resursi ne dovode po automatizmu do stvaranja održive konkurentne prednosti kompanije. Ovi resursi su izvor kratkoročne konkurentne prednosti samo ukoliko nisu teški ili skupi za imitiranje. Kompanije imitatori imaju dve mogućnosti pred sobom: da direktno kopiraju resurse konkurenata ili da ih supstituišu. Supstituti mogu biti slični resursi (dva različita pristupa menadžmentu koji omogućavaju realizaciju iste generičke strategije) ili resursi koji nisu isti po svojoj prirodi. U praksi često supstituti ne mogu u istoj meri da doprinesu ostvarivanju performansi kao i inicijalni resursi tako da se radi o delimičnoj supstituciji.<sup>286</sup> Ukoliko za određeni vredan i redak resurs postoji veći broj supstituta onda ni jedna od kompanija u grani ne može po tom osnovu da očekuje ostvarivanje dugoročne konkurentne prednosti.

Troškovi kopiranja ograničavaju direktno kopiranje. Kada troškovi kopiranja prevazilaze pozitivne efekte po osnovu njihovog korišćenja onda je kopiranje izlišno. Direktno kopiranje je onemogućeno ili izlišno u sledećim slučajevima:<sup>287</sup> 1. uticaj istorijskih tokova 2. uzročno posledična nejasnoća 3. društvena kompleksnost 4. patentiranje. Resursi koje kompanije poseduju su stečeni ili razvijeni u nekom prethodnom periodu, a oni često opredeljuju njihovu trenutnu konkurentnost. Istorijske okolnosti mogu da dovedu do toga da kompanija kontroliše retke i vredne resurse koji nisu lako dostupni drugim konkurentima.

*Kompanija Delta Holding prva je na tržištu Srbije otvorila moderan lanac maloprodajnih objekata, da bi ubrzo izvršila preuzimanje dva domaća lanca koji su se nalazili u lošoj poslovnoj situaciji (C market i Pekabeta). Sve ove operacije su izvršene odmah nakon političkih promena, u periodu kada je tržište Srbije bilo još uvek relativno nestabilno i suviše rizično za inostrane maloprodajne lance. Zauzevši dominantnu tržišnu poziciju uz kontrolu najznačajnijih prodajnih lokacija i dobavljača, kompanija Delta*

---

<sup>285</sup> Barney Jay, Delwyn Clark, 2007, *Resources Based Theory – Creating and Sustaining Competitive Advantage*, Oxford University Press, str. 70

<sup>286</sup> Barney Jay, Firm Resources and Sustained Competitive Advantage, *Journal of Management*, Vol. 17, No. 1, 1991, str. 99 - 120

<sup>287</sup> Barney B. Jay, 1996, *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*, Addison Wesley Publishing Company, str. 144

*Holding stekla je održivu konkurentsku prednost na domaćem tržištu, što joj je omogućilo da pristupi internacionalizaciji svog poslovanja. U toku 2006. i 2007. godine kompanija Delta Holding je pristupila internom razvoju maloprodajne mreže u Crnoj Gori, a putem preuzimanja u Bugarskoj i Republici Srpskoj. Uz uvažavanje istorijskih činjenica, kompanija Delta Holding je izgradila snažnu tržišnu poziciju u Republici Srbiji, koja je poslužila kao osnova za internacionalizaciju, sprečivši u srednjem roku inostrane trgovinske lance da izvrše značajniju penetraciju na domaćem tržištu.*

Mogućnosti direktnog imitiranja su sužene u uslovima nepostojanja jasne uzročno-posledične veze između resursa i ostvarenih performansi. Imitatori imaju problem da otkriju šta i kako imitirati. Da bi se zaštitile od imitatora, mnoge kompanije kreiraju barijere koje onemogućavaju da se jasno utvrdi odnos između procesa i performansi. U ove svrhe se koristi miks materijalnih i nematerijalnih resursa, kako bi se onemogućilo konkurentima da jasno sagledaju način funkcionisanja preduzeća i identifikuju koji su resursi ključni za njegove performanse. Na ovaj način preduzeće neguje slojevitou konkurentsku prednost koju konkurenti mnogo teže kopiraju.<sup>288</sup> Na imitiranje resursa negativno utiče i društvena kompleksnost. U ovom slučaju nije teško identifikovati vezu između resursa i performansi ali usled kompleksnosti postoje prepreke da imitatori date resurse uključe u svoju kompaniju. Društvena kompleksnost kao barijera imitiranju je imanentna nematerijalnim resursima. U pitanju je širok spektar nematerijalnih resursa počev od međuljudskih odnosa u okviru menadžmenta, korporativne kulture, reputacije među kupcima i dobavljačima, i sl.<sup>289</sup> Patentiranje kao zaštita resursa od imitiranja se u praksi često koristi. Ipak moguće je patentirati samo neke resurse, a u pojedinim slučajevima patentiranje može da dovede do snižavanja troškova imitiranja.<sup>290</sup> Nadležne agencije zahtevaju puno informacija, kako bi se utvrdila opravdanost patentiranja, što samim tim olakšava imitiranje, bilo direktno bilo supstituisanjem. Stoga patentiranje u praksi predstavlja samo kratkotrajnu zaštitu za resurse koji predstavljaju izvor konkurentске prednosti.

---

<sup>288</sup> Rakita Branko, 2009, *Međunarodni marketing*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 446

<sup>289</sup> Barney Jay, Delwyn Clark, 2007, *Resources Based Theory – Creating and Sustaining Competitive Advantage*, Oxford University Press, str. 64

<sup>290</sup> Baughn C. Christofer, Denekamp G. Johannes, Stevens H. John, Osborn N. Richard, Protecting Intellectual Capital in International Alliances, *Journal of World Business*, Vol. 32, No. 2, 1997, str. 103-117

U odnosu na svoj inicijalni rad, Barney je u resursnu teoriju uveo još jedan elemenat. Ukoliko resursi ispunjavaju gore navedene uslove oni još uvek ne predstavljaju izvor konkurentske prednosti. Da bi to postali kompanija mora biti organizaciono sposobna da eksploatiše potencijale posedovanih resursa. Organizaciona sposobnost kompanije da eksploatiše resurse koji mogu biti izvor konkurentske prednosti obuhvata formalne procedure izveštavanja, kontrolu menadžmenta i kompenzacione sheme.<sup>291</sup> Ovi resursi samostalno ne dovode do kreiranja konkurentske prednosti. Njihova uloga je samo da obezbede da se u punoj meri eksploatišu resursi koji po svojoj prirodi mogu biti izvor konkurentske prednosti.

Kompanije resurse mogu steći na sledeća tri načina: 1. internim razvijanjem 2. kroz strateška partnerstva i 3. putem tržišnih transakcija. Interno razvijeni resursi imaju veći potencijal da budu izvori održive konkurentske prednosti, s obzirom da će pre zadovoljiti uslove da budu vredni, retki i teški za kopiranje.<sup>292</sup> Kompanija će interno generisati resurse koji će biti izvor konkurentske prednosti samo ukoliko korporativna kultura i celokupan sistem poslovanja podstiču inicijativu i inovativnost. U današnjim uslovima globalizacije ni jedna kompanija ne poseduje dovoljno tržišne snage da interno razvija resurse koji su neophodni da bi se ostvarila konkurentnost. Ova konstatacija naročito dobija na značaju kada su u pitanju grane sa kratkim ciklusom.<sup>293</sup> Stoga je veliki broj kompanija prinuđen da ulazi u strateška partnerstva. Ulaskom u strateška partnerstva kompanije nastoje da pristupe resursima partnera i kreiraju nove resurse. Kombinujući preuzete nematerijalne resurse sa sopstvenim nematerijalnim i materijalnim resursima, kompanija kod konkurenata stvara konfuziju koji resursi i u kakvoj kombinaciji doprinose kreiranju konkurentske prednosti.<sup>294</sup> Ulazak u strateška partnerstva može biti impuls za razvijanje resursa u okviru kompanije.

---

<sup>291</sup> Barney Jay, Delwyn Clark, 2007, *Resources Based Theory – Creating and Sustaining Competitive Advantage*, Oxford University Press, str. 67

<sup>292</sup> Barney Jay, Tong W. Tony, 2006, Building versus Acquiring Resources, u Ghobadian Abby O'Regan Nicholas, Galler David, Viney Howard (editors), *Strategy and Performance Achieving Competitive Advantage in the Global Marketplace*, Middlesex University Business School, London, str. 63

<sup>293</sup> Barney Jay, Wright Mike, Ketchen David, The Resources Based View of the Firm: Ten Years After 1991, *Journal of Management*, Vol. 27, No. 6, 2001, str. 625 - 641

<sup>294</sup> Hitt Michael, Ireland Duane, Santoro Michael, 2006, Developing and Managing Strategic Alliances, Building Social Capital and Creating Value, u Ghobadian Abby O'Regan Nicholas, Galler David, Viney Howard (editors), *Strategy and Performance Achieving Competitive Advantage in the Global Marketplace*, Middlesex University Business school, London, str. 27

Sa druge strane resursi koji su stečeni putem tržišnih transakcija najčešće ne zadovoljavaju uslov da budu izvor konkurentske prednosti, s obzirom da nisu retki. Poseban slučaj predstavlja sticanje resursa u situacijama kada se preuzima celokupna kompanija. Kompanija preuzima resurse koji su izvor konkurentske prednosti čineći ih tako nedostupnim ostalim konkurentima. Na ovaj način se mogu preuzeti i nematerijalni resursi koji se ne mogu prometati putem običnih tržišnih transakcija (poverenje, reputacija i sl.). Poseban izazov za kompanije predstavlja da identifikuju koji su resursi izvor konkurentske prednosti, da ih adekvatno kombinuje sa već postojećim resursima i stvori konfuziju kod konkurenata šta zaista doprinosi konkurentskoj prednosti.

Resursna teorija se bavila i kreiranjem vrednosti u okviru preuzimanja. Većina empirijskih istraživanja je pokazala da se u praksi najčešće celokupna vrednost koja se stvori kroz preuzimanje transferiše ka vlasnicima mete dok vlasnici investitora u najboljem slučaju ne kreiraju nikakvu vrednost. Po resursnoj teoriji da bi se stvorila vrednost za investitore nije dovoljno samo da postoje komplementarni resursi između mete i investitora. To je potreban ali ne i dovoljan uslov. Pored toga neophodno je da resursi mete i investitora u kombinaciji generišu najviši novčani tok koji konkurencija neće moći lako da imitira.<sup>295</sup> Kada ovaj uslov nije ispunjen svi konkurenti u kombinaciji sa metom mogu da kreiraju iste sinergetske efekte, zbog čega će se oštro nadmetati u postupku preuzimanja. Ovo će dovesti do rasta cene mete tako da će se celokupna ili najveći deo vrednosti koji se stvara kroz preuzimanje preliti na vlasnike mete.

Za „granski“ i „resursni“ pristup konkurentnosti je zajedničko da su nastali na pretpostavkama koje važe u visokorazvijenim ekonomijama. Sa porastom broja radova, početkom 21. veka, koji su istraživali uslove poslovanja u tzv. brzorastućim ekonomijama došlo se do zaključka da navedene teorije ne mogu u potpunosti da objasne konkurentnost kompanija u ovakvom ambijentu. Istraživanja su pokazala da oba pristupa prilikom razmatranja konkurentnosti nedovoljno pažnje poklanjaju institucionalnom ambijentu.

Granski pristup je pošao od pretpostavki koje su važile na tržištu SAD tokom 70-ih godina prošlog veka, zanemarujući u velikoj meri istorijske tokove i razvoj institucija. Ako

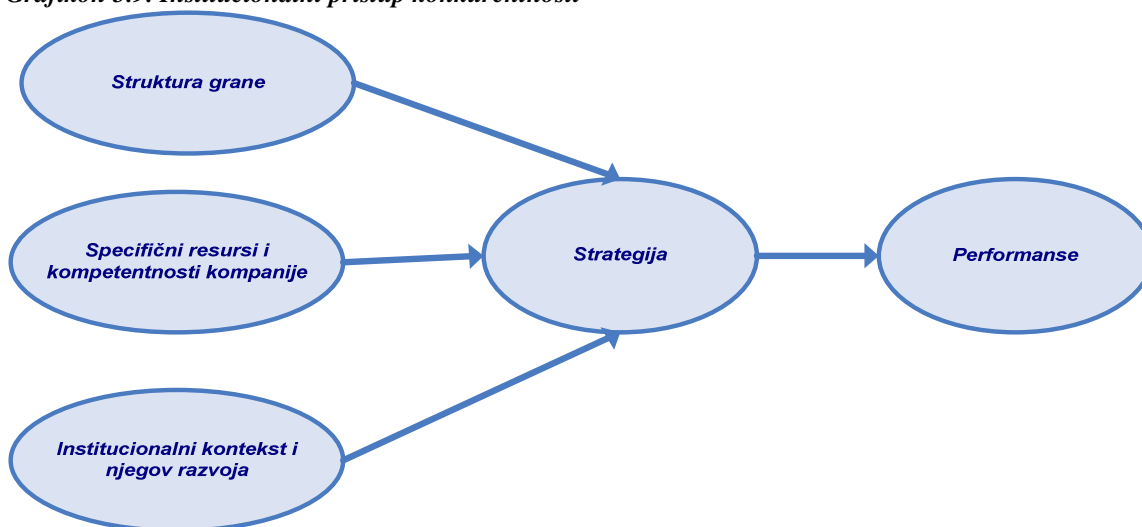
---

<sup>295</sup> Barney Jay, Delwyn Clark, 2007, *Resources Based Theory – Creating and Sustaining Competitive Advantage*, Oxford University Press, str. 213

uzmemo za primer stepen konkurencije kao jednu od konkurentskih snaga videćemo da pristup ne nastoji da objasni šta stoji iza određenog oblika i nivoa konkurencije. Na stepen konkurencije mogu uticati odluke državnih organa, ali i kulturni ambijent koji „sugeriše“ koji su konkurentski potezi etički, a koji nisu. Slična situacija je i sa resursnom teorijom. Resursna teorija previđa da resursi koji su vredni, retki i teški za imitiranje u jednom institucionalnom kontekstu, u drugom ne moraju biti vredni, mogu biti laki za imitiranje ili ih može biti u izobilju.<sup>296</sup>

Na podlozi ovih kritika je nastao institucionalni pristup konkurentnosti. Institucionalni pristup konkurentnosti ne pretenduje da kreira novu teoriju, već da postojeću teoriju strukture grane i resursnu teoriju dopuni sa nedostajućim komplementarnim elementima. Ovakav pristup institucionalne teorije se najbolje može prikazati grafikonom 3.9.

**Grafikon 3.9. Institucionalni pristup konkurentnosti**



**Izvor:** Peng Mike, Wang YL Denis, Jiang Yi, An Institution Based View of International Business Strategy: A Focus on Emerging Markets, *Journal of International Business Studies*, Vol. 39, No. 5, 2008, str. 920 – 936

---

<sup>296</sup> Peng Mike, Sunny Li Sun, Pinkham Brian and Chen Hao, The Institution Based View as a Third Leg for a Strategy Tripod, *Academy of Management Perspective*, Vol. 23, No. 3, August 2009, str. 63 - 81

U teorijskim radovima institucije su definisane kao od strane ljudi definisana pravila koja regulišu međuljudske odnose.<sup>297</sup> Institucionalni ambijent ne predstavlja samo „zaleđe“ koje indirektno utiče na poslovnu strategiju kompanije i konkurentsku prednost, već faktor koji direktno opredeljuje adute kojima kompanija raspolaže u formulisanju i implementaciji strategije.<sup>298</sup> Institucije bi trebalo da doprinesu smanjenju neizvesnosti za učesnike u poslovnom ambijentu time što definišu norme i okvire ponašanja. Učesnici u poslovnom ambijentu sa druge strane donose racionalne odluke u skladu sa formalnim i neformalnim ograničenjima.<sup>299</sup> Često MNK iz razvijenih ekonomija previđaju ovu činjenicu i nastoje da „prekopiraju“ uspešne strategije sa domaćih tržišta. Međutim, poslovne strategije koje više nisu adekvatne u zemljama sa efikasnim institucijama su se u praksi pokazale veoma uspešnim na brzorastućim tržištima, jer putem njih kompanije na sebe preuzimaju deo funkcija nerazvijenih i neefikasnih formalnih institucija.<sup>300</sup> Usled specifičnih i neefikasnih formalnih institucija na brzorastućim tržištima kompanije nastoje da pronađu poslovne modele kojima će nadomestiti ovaj nedostatak. U situaciji kada je formalni institucionalni ambijent nejasan i neefikasan, neke njegove uloge preuzimaju neformalne institucije dajući kompanijama smernice u donošenju poslovnih odluka i na taj način umanjujući stepen neizvesnosti.<sup>301</sup> Iako se u literaturi najveća pažnja poklanja formalnim institucijama, neformalne institucije često imaju presudan uticaj na konkurentnost u datom ambijentu. Poznati primer su kineski *guanxi*, mreža kontakata koja opredeljujuće utiče na konkurentnost domaćih i inostranih kompanija. Mnogi istraživači ističu da su mreže kontakata karakteristične isključivo za brzorastuće ekonomije, što u praksi nije dokazano. Američke kompanije iz vojnog sektora na svaki 1 USD ulaganja u političko lobiranje u proseku ostvaruju 28 USD prihoda, što ovu industriju čini visoko profitabilnom.<sup>302</sup>

---

<sup>297</sup> Peng Mike, Khoury Theodor, Unbundling the Institution Base View of International Business Strategy, u Alan Rugman (editor), *International Business*, 2008, Oxford University Press, str. 257

<sup>298</sup> Peng Mike, Wang YL Denis, Jiang Yi, An Institution Based View of International Business Strategy: A Focus on Emerging Markets, *Journal of International Business Studies*, Vol. 39, No. 5, 2008, str. 920 - 936

<sup>299</sup> Peng Mike, Khoury Theodor, Unbundling the Institution Base View of International Business Strategy, u Alan Rugman (editor), *International Business*, 2008, Oxford University Press, str. 258

<sup>300</sup> Khanna Tarun, Palepu G. Krishna, Sinha Jayant, Strategies That Fit Emerging Markets, *Harvard Business Review*, Vol. 83, No. 6, Jun 2005, str. 63-77

<sup>301</sup> Peng Mike, Sunny Li Sun, Pinkham Brian and Chen Hao, The Institution Based View as a Third Leg for a Strategy Tripod, *Academy of Management Perspective*, Vol. 23, No. 3, August 2009, str. 63 - 81

<sup>302</sup> Isto



Izloženi institucionalni pristup konkurentnosti ukazuje da se performanse kompanije nalaze pod uticajem tri tipa faktora.<sup>303</sup> Prva grupa faktora se odnosi na strukturu grane, dok se druga grupa faktora odnosi na interne karakteristike kompanije. Konačno za razliku od ranijih shvatanja koja su institucionalni kontekst razmatrala implicitno, institucionalni pristup naglašava eksplicitni značaj formalnih i neformalnih institucija. Institucije direktno utiču na to kojim resursima će kompanija raspolagati za planiranje i implementiranje strategije, odnosno kreiranje konkurentne prednosti.

#### **4. Determinante i merenje nacionalne konkurentnosti**

Još je *Adam Smith* u svom delu „Bogatstvo naroda“ pokušao da da odgovor na pitanje zašto su neke zemlje bogatije od drugih. Od tog vremena do danas različite teorije su nastojale da utvrde determinante koje opredeljuju napredovanje pojedinih zemalja, odnosno njihovo nazadovanje. Zbog toga su analitičari konkurentnost pojedinih država nastojali da objasne makroekonomskim determinantama (kao što su devizni kurs, kamatne stope i slično), posedovanjem obilja prirodnih resursa, razvijenim institucijama, a u poslednje vreme i pripadnošću određenoj kulturi, odnosno na tome baziranom sistemu menadžmenta. Svi ovi pokušaji se mogu smatrati suviše uskim i nedovoljnim da objasne konkurentnost pojedinih država. Konkurentnost nacija bi trebalo da na dugoročnoj osnovi omogući visok i rastući standard stanovništva. Da bi se to postiglo države moraju konstanto da rade na povećanju produktivnosti, odnosno na povećanju obima proizvodnje po jedinici angažovanog rada i kapitala.<sup>304</sup>

*Michael Porter* je u svojim radovima povezo konkurentnost kompanija, mikro nivo, sa konkurentnošću nacija, makro nivo. Na bazi istraživanja došao je do zaključka da ni visokorazvijene zemlje nemaju kompanije lidere u svim granama već da kompanije lideri postoje u granama za koje postoje pretpostavke visoke konkurentnosti. On konkurentnost grana, odnosno nacija u pojedinim granama, posmatra iz ugla ubrzane globalizacije smatrajući da se ne može biti konkurentan samo na nacionalnom nivou. U skladu sa ovim

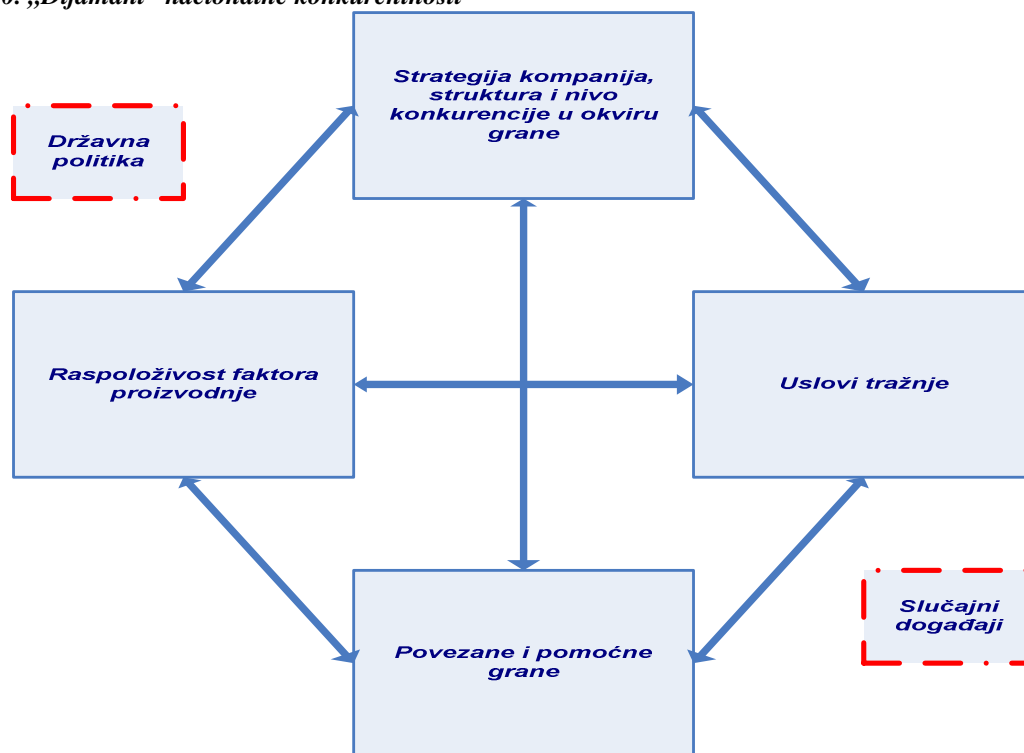
---

<sup>303</sup> Meyer Klaus, Estrin Saul, Sumon Kumar Bhamik, Peng Mike, Institutions, Resources and Entry Strategies in Emerging Markets, *Strategic Management Journal*, Vol. 30, No 1, 2009, str. 61 - 80

<sup>304</sup> Porter Michael, 1990, *The Competitive Advantage of Nations*, The Free Press, str 6

stavovima identifikovao je četiri ključne i još dve intervenišuće determinante koje utiču na nacionalnu konkurentnost.

*Grafikon 3.10. „Dijamant“ nacionalne konkurentnosti*



*Izvor:* Porter Michael, The Competitive Advantage of Nations, *Harvard Business Review*, Vol. 68, No. 2, March/April 1990, str. 72 -91

Prva determinanta koja ima veliki uticaj na nacionalnu konkurentnost je raspolaganje prirodnim resursima. U svom radu *Porter* ističe razliku između bazičnih resursa (jeftina neobrazovana radna snaga, klimatski faktori, prirodni resursi i sl.) i unapređenih resursa (infrastruktura, kvalifikovana radna snaga i sl.). Po njemu posjedovanje bazičnih resursa u današnjim uslovima konkurencije nije osnova za građenje konkurentne prednosti nacija. Posjedovanje izobilja faktora proizvodnje ne doprinosi toliko unapređenju konkurentnosti koliko mera u kojoj se oni efikasno koriste i unapređuju.<sup>305</sup> Međutim, izobilje jeftinih prirodnih resursa može da posluži i kao osnova za kreiranje tzv. unapređenih resursa. *Rusija je zemlja sa najvećim rezervama nafte i gasa. Rast cena energenata je doveo do*

<sup>305</sup> Porter Michael, The Competitive Advantage of Nations, *Harvard Business Review*, Vol. 68, No. 2, March/April 1990, str. 72 -91

ogromnih suficita u spoljno trgovinskoj razmeni. Stečena devizna sredstva se u velikoj meri koriste za finansiranje projekata koji bi trebalo da doprinesu kreiranju unapređenih faktora proizvodnje i promeni privredne strukture. Najvažniji od tih projekata predstavlja naučno istraživački centar Skolkovo, koji će biti u potpunosti operativan od početka 2014. godine. U Skolkovu će biti zaposleno preko 1,000 naučnika koji će raditi na razvoju i implementaciji novih tehnologija u oblasti energetske efikasnosti, transporta, informatike i komunikacija.<sup>306</sup> Pored izobilja u pojedinim situacijama nedostatak resursa, naročito bazičnih, može biti faktor koji će doprineti konkurentnosti nacionalnih industrija. Dobar primer su japanski proizvođači tehnike koji su usled nedostataka resursa prvi osmislili *TQM* i *Just in time* koncepte, ali i energetske efikasne, po dimenzijama manje ali izuzetno funkcionalne proizvode. Da bi nedostatak bazičnih faktora doprineo rastu konkurentnosti neophodno je da ovaj nedostatak bude takav da stimuliše kompanije da u skladu sa ostalim elementima dijamanta kreiraju inovativna rešenja koja će nadomestiti nedostatke.<sup>307</sup>

Drugi element u okviru dijamanta konkurentnosti predstavlja nivo i karakter tražnje na domaćem tržištu. Domaća tražnja će biti faktor koji pozitivno utiče na nivo konkurentne prednosti u sledećim slučajevima:<sup>308</sup> 1. Ukoliko je određeni segment tražnje na domaćem tržištu mnogo veći nego na inostranim 2. Domaća tražnja vrši pritisak na domaće kompanije da unaprede standarde poslovanja 3. Ukoliko tražnja na domaćem tržištu prednjači u odnosu na inostranu, postavljajući globalne standarde. Ukoliko na domaćem tržištu postoje specifične potrebe za određenom vrstom proizvoda ili usluga, domaće kompanije će se fokusirati na ovaj segment, što će dovesti do njihove specijalizacije i na globalnom nivou.<sup>309</sup> Pored veličine tražnje mnogo je bitnija njena struktura koja će vršiti pritisak na kompanije da se konstantno unapređuju. U tom smislu veliko a nediferencirano tržište ne mora biti stimulatívno. Često saturirano i nedovoljno

---

<sup>306</sup> <http://www.ewdn.com/2011/04/29/skolkovo-innovation-center-to-be-launched-in-2014/>

<sup>307</sup> Porter Michael, 1990, *The Competitive Advantage of Nations*, The Free Press, str. 83

<sup>308</sup> Davis Howard, Ellis Paul, Porter's Competitive Advantage of Nations: Time for Final Judgment? *Journal of Management Studies*, Vol. 37, No.8, December 2000, str. 1189 - 1213

<sup>309</sup> Kineske kompanije koja izvide radove u oblasti infrastrukture su poslednjih godina u velikoj meri internacionalizovale svoje poslovanje na bazi iskustva koje su stekle izvideći velike i složene projekte na domaćem tržištu.

rastuće domaće tržište može predstavljati podstrek za internacionalizaciju i ostvarivanje globalne konkurentnosti.

Naredni elemenat nacionalne konkurentnosti predstavlja postojanje povezanih i pomoćnih grana. Povezivanje kompanija iz srodnih grana u klastere, putem horizontalnih i vertikalnih veza doprineće disperziji inovacija. Na ovaj način će se ostvariti uštede u resursima i postići mnogo bolji efekti na nacionalnu konkurentnost. Relativno razvijena poljoprivredna proizvodnja u Srbiji omogućila je da se pored tradicionalnih proizvođača hrane pojave i novi, koji imaju međunarodne ciljeve. U cilju eksploatacije domaće poljoprivredne osnove Nektar je ekspanziju u regionu izvršio preuzevši proizvođača sokova i proizvoda od voća Fruktal iz Slovenije. Pored disperzije inovacija razvijene prateće industrije omogućavaju kompanijama da se snabdevaju relativno jeftinim i kvalitetnim inputima.

Poslednji element u dijamantu konkurentnosti predstavljaju strategije kompanija u grani, nivo i struktura konkurencije. Strategije koje kompanije primenjuju u velikoj meri opredeljuju konkurentnost nacija u pojedinim granama. Sa tog aspekta gledano dominantna vlasnička struktura u granama (porodične kompanije ili akcionarska društva), menadžment pristupi i karakter finansijskih tržišta će uticati na konkurentnost kompanija u pojedinim granama. Tipičan primer su kompanije u SAD koje zbog prisustva velike količine spekulativnog kapitala mogu relativno lako da obezbede sredstva za potencijalno vredne ali izuzetno riskantne projekte. Sa druge strane, kompanije u Evropi, gde na finansijskim tržištima dominiraju banke, mogu relativno lako da prikupe sredstva za dugoročne i manje rizične projekte. Tradicionalni pristupi konkurentnosti smatraju da će oštra konkurencija na domaćem tržištu dovesti do bespotrebnog dupliranja napora i sprečiti realizaciju ekonomije obima. Međutim, istraživanja su pokazala da države ostvaruju konkurentsku prednost u granama u kojima postoji više snažnih konkurenata. Objašnjenje ovakve pozicije se nalazi u tome što jaka domaća konkurencija vrši pritisak na kompanije da konstantno inoviraju, a nemogućnost ostvarivanja ekonomije obima predstavlja stimulan internacionalizacije poslovanja.<sup>310</sup>

---

<sup>310</sup> Porter Michael, *The Competitive Advantage of Nations*, *Harvard Business Review*, Vol. 68, No. 2, March/April 1990, str. 72 -91

Konačno dve intervenišuće determinante koje mogu uticati na nacionalnu konkurentnost predstavljaju uloga države i „slučajni događaji“. U uslovima globalizacije i hiperkonkurencije uloga države u kreiranju nacionalne konkurentnosti je veoma velika, o čemu će biti reči u nastavku. Država na nacionalnu konkurentnost utiče putem subvencija, operacija na finansijskim tržištima, ulaganjem u obrazovanje i sl. Sa tog aspekta gledano postoje stanovišta koja insistiraju na tome da akcije države budu poseban element u dijamantu nacionalne konkurentnosti. Po *Porteru* je to krajnje pogrešno jer državni organi svojim odlukama utiču na nacionalnu konkurentnost posredno preko delovanja na ostale elemente nacionalnog dijamanta.<sup>311</sup> Istovremeno, elementi u okviru dijamanta povratno utiču na odluke države, koja u skladu sa situacijom može preduzeti mere za podsticanje pojedinih grana. Slučajni događaji (potresi na finansijskim tržištima, radikalne promene u cenama energenata, ratovi i sl.) mogu predstavljati okidač za unapređenje ili posustajanje nacionalne konkurentnosti u pojedinim granama. *Globalna ekonomska kriza je snažno pogodila auto industriju. Međutim, na ovaj način stvorile su se pretpostavke da Geely, kompanija iz Kine, preuzme Volvo, jedan od najpoznatijih brendova u auto industriji. Ovim putem Kina je stekla mogućnost da u narednom periodu kreira konkurentsku prednost u auto industriji gde su njene kompanije do skora bile potpuno inferiorne.*

Izloženi dijamant nacionalne konkurentnosti ne bi trebalo posmatrati kao skup nezavisnih elemenata. U pitanju je složen sistem koji se bazira na dvostrukom delovanju elemenata. Za nacionalnu konkurentnost nije od podjednake važnosti uzajamno delovanje svih elemenata. U skladu sa mikro pristupom nacionalnoj konkurentnosti *Porter* ističe značaj veze koja postoji između strategije kompanija i stepena konkurencije i ostalih elemenata. Ukoliko između domaćih kompanija postoji snažna i zdrava konkurencija to će doprineti ulaganjima i razvoju specifičnih resursa. Efekti će biti još izraženiji ukoliko su domaći konkurenti povezani u klaster jer će na taj način doći do prelivanja resursa. Do kreiranja faktora proizvodnje koji doprinose nacionalnoj konkurentnosti doći će i u slučajevima kada postoje razvijene prateće i pomoćne industrije. Razvijene pomoćne i prateće industrije doprineće prelivanju resursa po vertikali što će se pozitivno odraziti na

---

<sup>311</sup> Porter Michael, 1990, *The Competitive Advantage of Nations*, The Free Press, str. 126

nacionalnu konkurentnost.<sup>312</sup> Istovremeno veličina i struktura tražnje će uticati na prioritete u kreiranju resursa koji utiču na nacionalnu konkurentnost.

*Porterov* model nacionalne konkurentnosti je izazvao veliku pažnju ekonomskih istraživača. Model je zaista predstavljao radikalni prelaz od makro pristupa ka mikro pristupu nacionalne konkurencije. Ipak, veliki broj istraživača je kritički prišao izloženom modelu, a najčešće primedbe su se odnosile na stav da je model ako ne u potpunosti onda bar u značajnoj meri potcenio uticaj međunarodnih faktora na konkurentnost nacija. Ovaj stav posebno dobija na značaju ako imamo u vidu da kompanije posluju u uslovima globalne hiperkonkurencije, a da su nacionalne ekonomije povezane globalnim međuzavisnim odnosima. U situaciji kada veliki broj MNK poseduje većinski procenat imovine u inostranstvu, bilo preuzimanjem bilo putem izgradnje, nerealno je bazirati konkurentnost domaćih kompanija dominantno na nacionalnom dijamantu. Veoma je verovatno da su determinante u okviru nacionalnog dijamanta doprinele snažnoj internacionalizaciji ovih kompanija, ali je činjenica da one ne mogu više da objasne njihovu konkurentnost.<sup>313</sup> Iako niko od kritičara ne dovodi u pitanje uticaj nacionalnog dijamanta na konkurentnost domaćih kompanija, postavlja se pitanja da li pored nacionalnog dijamanta postoji uticaj i međunarodnih dimenzija. Ovakav stav se u literaturi naziva „Dupli dijamant pristup“. Međunarodne dimenzije obuhvataju sve međunarodne aktivnosti, a naročito privučene SDI i ulaganja domaćih kompanija u inostranstvo.<sup>314</sup> *Porter* je zauzeo stav da investicije u inostranstvu predstavljaju dokaz nacionalne konkurentnosti dok je priliv inostranih investicija pokazatelj da se nacionalna konkurentnost unapređuje na „nezdrav način“. Stav o primljenim SDI nije dokazan u praksi. Mnoge zemlje koje su veliki primaoci SDI su ostvarile značajna unapređenja konkurentnosti, što se može objasniti jačanjem konkurencije domaćih i inostranih kompanija, ali i prelivanjem nematerijalnih resursa od stranih ka domaćim kompanijama.<sup>315</sup>

---

<sup>312</sup> Isto, str. 138

<sup>313</sup> Dunning John, Internationalizing Porter's Diamond, *Management International Review*, Vol. 33, No. 2, 1993, str. 7 - 15

<sup>314</sup> Moon Chang, Rugman Alan, Verbeke Alain, A Generalized Double Approach to the Global Competitiveness of Korea and Singapore, *International Business Review*, Vol. 7, No. 2, 1998, str. 135 - 150

<sup>315</sup> Davis Howard, Ellis Paul, Porter's Competitive Advantage of Nations: Time for Final Judgment? *Journal of Management Studies*, Vol. 37, No.8, December 2000, str. 1189 - 1213

„Dupli dijamant pristup“ ima logičku i empirijsku podlogu kada su u pitanju male i otvorene ekonomije. Međutim, uticaj inostranog dijamanta na domaću konkurentnost je u praksi identifikovan i na primeru Indije, kao velike i relativno zatvorene ekonomije. Indija u današnjem svetu predstavlja jednog od globalnih lidera u razvoju softverskih rešenja. Razvoju ove grane je pored postojanja obrazovane i relativno jeftine radne snage doprinela tražnja na tržištu SAD i uspešni emigranti iz Indije koji sada žive i stvaraju u SAD.<sup>316</sup> Na ovaj način je pokazano da „Dupli dijamant pristup“ ima svoju opravdanost i kod velikih ekonomija i da se uticaj međunarodne dimenzije ne mora zasnivati samo na prilivu SDI.

Po objavljivanju *Porterovog* rada došlo je do prave ekspanzije rangiranja nacionalnih ekonomija na bazi konkurentnosti. Krajem 2008. godine u svetu su se obračunavala 102 kompozitna indeksa a krajnji cilj je bio rangiranje nacionalnih ekonomija po stepenu konkurentnosti.<sup>317</sup> Prava inflacija indeksa konkurentnosti se u velikoj meri duguje njihovim prednostima:<sup>318</sup> 1. Indeksi sintetišu relativno složene pojave 2. Indeksi su relativno laki za interpretiranje 3. Indeksi široj javnosti pružaju uvid u nacionalnu konkurentnost i 4. Indeksi mogu biti neka vrsta kontrole državnog aparata od strane građana. Međutim, pored određenih prednosti indeksi nacionalne konkurentnosti beleže i određene nedostatke. Nedostaci se ogledaju u:<sup>319</sup> 1. Indeksi su često suviše uprošćeni 2. Indeksi pretenduju da budu objektivni ali se često baziraju na subjektivnim elementima 3. Mnoge informacije budu „izgubljene“ tokom agregiranja 4. Indeksi nose opasnost da se agregiraju faktori koji nisu uporedivi. Među indeksima koji se bave nacionalnom konkurentnošću poseban značaj imaju indeksi koje objavljuje *World Economic Forum (WEF)*. Izveštajem za 2011. godinu obuhvaćene su 142 zemlje. Tokom vremena broj indeksa i metodologija koju primenjuje ova organizacija su se menjali, da bi od 2008. godine izdavali samo jedan indeks; *Global Competitiveness Index (GCI)*, sa unapređenom tehnologijom. Metodologija se u velikoj meri bazira na *Porterovim* stavovima o nacionalnoj konkurentnosti.

---

<sup>316</sup> Kapur Devesh, Ramamurti Ravi, India's Emerging Competitive Advantage in Services, *Academy of Management Executive*, Vol. 15, No. 2, 2001, str. 20 - 32

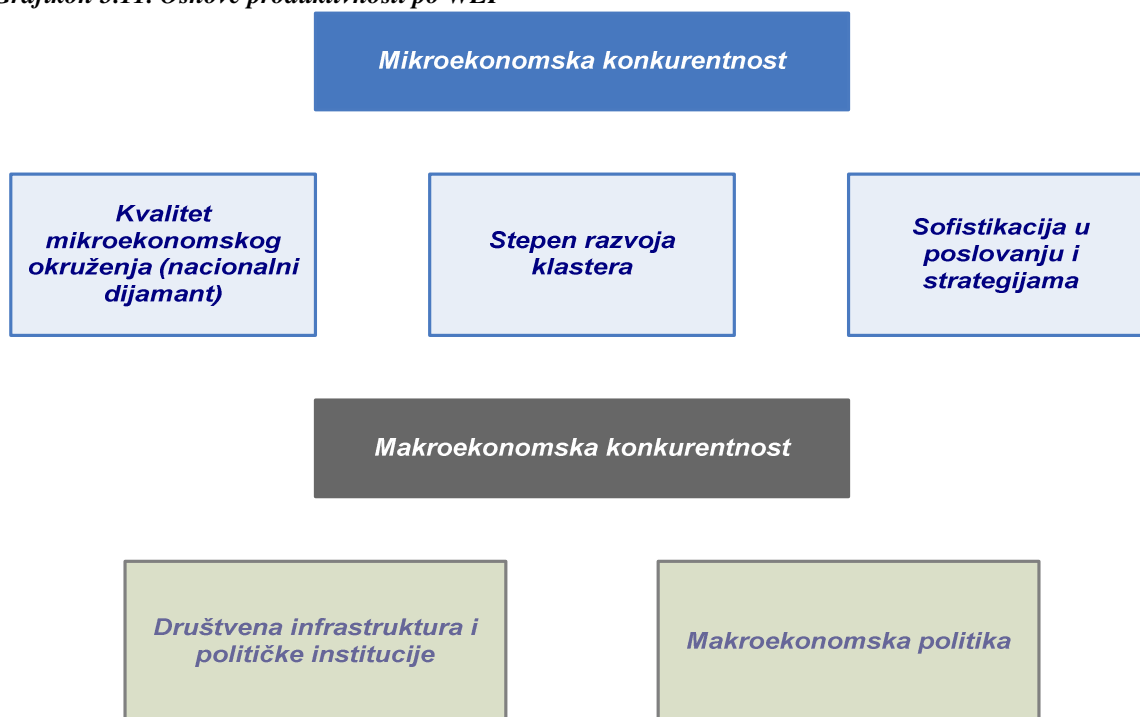
<sup>317</sup> Berger Thomas, Bristov Gillian, Competitiveness and the Benchmarking of Nations – A Critical Reflection, *International Advanced Economic Research*, Vol. 15, No. 4, 2009, str. 378 - 392

<sup>318</sup> Saisana Michaela, Tarantola Stefano, 2002, *State of the Art Report on Current Methodologies and Practices for Composite Indicator Development*, Joint Research Centre European Commission, str. 5

<sup>319</sup> Isto

WEF bazira konkurentnost država na produktivnosti rada i kapitala koji je angažovan u okviru nacionalne ekonomije. Napredovanje pojedinih zemalja pored produktivnosti zavisi i od prirodnih pretpostavki (geografski položaj, klimatski uslovi, raspoloaganje obiljem prirodnih resursa i sl.), pri čemu uticaj produktivnosti ostaje dominantan. Produktivnost je opredeljena mikro i makro ekonomskom konkurentnošću država, što se može prikazati grafikonom 3.11.

**Grafikon 3.11. Osnove produktivnosti po WEF**



**Izvor:** World Economic Forum, 2008, *Global Competitiveness Report*, str. 45

Makroekonomski faktori indirektno utiču na produktivnost, a samim tim i na konkurentnost kompanija. Makroekonomska stabilnost je samo podsticaj, ali ne i dovoljan element za ostvarivanje nacionalne konkurentnosti. WEF u ovu grupu faktora ubraja makroekonomsku politiku (fiskalnu i monetarnu) i društvenu infrastrukturu i političke institucije (vladavina prava, osnovni ljudski kapital i efikasnost državnog aparata). S obzirom na to da je uloga makroekonomskih elemenata podržavajuća, ne čude rezultati istraživanja WEF koji pokazuju da oni mogu da objasne svega 31% varijacija u



konkurentnosti država.<sup>320</sup> Nova metodologija za obračun *GCI* se bazira na dve osnovne oblasti: kvalitetu poslovnog okruženja i sofisticaciji poslovanja i strategija kompanija. Stepem razvoja klastera kao treći element merenja mikroekonomske konkurentnosti je prilikom analiza uključen u kvalitet poslovnog okruženja. Kvalitet poslovnog okruženja obuhvata četiri već analizirana elementa nacionalnog dijamanta, dok je sofisticiranost poslovanja determinisana efektivnošću strategija i poslovanja, organizacionom praksom i stepenom internacionalizacije.<sup>321</sup> Na bazi ovako izloženog modela se pristupa izradi *GCI* za svaku zemlju pojedinačno, o čemu će biti reči u nastavku teksta.

*WEF* vrši obračun indeksa nacionalne konkurentnosti analizirajući veliki broj faktora koji direktno ili indirektno utiču na produktivnost nacionalne ekonomije, odnosno sposobnost kratkoročnog i srednjoročnog rasta GDP po glavi stanovnika. U prethodnom delu teksta smo analizirali faktore koji utiču na nacionalnu konkurentnost, a oni prilikom određivanja nacionalne konkurentnosti ulaze u obračun podindeksa koji u zbiru daju vrednost kompozitnog indeksa konkurentnosti. Za potrebe obračuna kompozitnog indeksa nacionalne konkurentnosti *WEF* je sve komponente konkurentnosti grupisao u 12 stubova konkurentnosti, a svaki od stubova ima veći broj podindeksa. Tabelom 3.2. prikazani su stubovi konkurentnosti koji se koriste prilikom obračuna indeksa nacionalne konkurentnosti.

**Tabela 3.2. Stubovi konkurentnosti po WEF**

<b>Stubovi konkurentnosti</b>	
Institucije	Efikasnost tržišta radne snage
Infrastruktura	Efikasnost finansijskih tržišta
Makroekonomsko okruženje	Usvajanje tehnoloških rešenja
Zdravstveni faktori i primarno obrazovanje	Veličina tržišta
Visoko obrazovanje i obučenosť	Poslovna sofisticiranost
Efikasnost tržišta robe i usluga	Inovativnost

*Izvor:* World Economic Forum, 2011, *The Global Competitiveness Report*, str. 4-7

Stubove konkurentnosti ne bi trebalo posmatrati izolovano. Naime, iako se svaki od njih analizira zasebno, između njih postoji veoma jaka veza. Npr. niska konkurentnost u

---

<sup>320</sup> Đurićin Dragan, Lončar Dragan, 2007, *Menadžment pomoću projekata*, Ekonomski Fakultet, Beograd, str. 208

<sup>321</sup> World Economic Forum, 2008, *Global Competitiveness Report*, str. 57

oblasti visokog obrazovanja i obučenost radne snage će se negativno odraziti na konkurentnost u oblasti prihvatanja tehnoloških rešenja i inovativnosti. Ipak, zasebno prikazivanje svakog od stubova ima za cilj da identifikuje koji segmenti i u kojoj meri doprinose nacionalnoj konkurentnosti. Detaljna slika pruža mogućnost da se lakše identifikuju segmenti koje je potrebno unaprediti. Iako je za celokupnu konkurentnost nacionalne ekonomije neosporan značaj svakog od stubova konkurentnosti, ipak se mora imati u vidu da svaki od stubova nema isti značaj za zemlje u zavisnosti od stepena razvoja njihove konkurentnosti.

WEF je pošao od klasifikacije razvoja nacionalne konkurentnosti koje je afirmisao Porter:<sup>322</sup> 1. faktorima vučena ekonomija 2. efikasnošću vučena ekonomija 3. inovativnošću vučena ekonomija. U fazi faktorima vučenog razvoja jeftini resursi i položajna renta predstavljaju osnovne faktore konkurentne prednosti.<sup>323</sup> Naredna faza podrazumeva usvajanje efikasnijih proizvodnih procesa i uvođenje kvalitetnijih proizvoda. Veliki značaj u ovoj fazi ima priliv SDI. Konačno, u poslednjoj fazi razvoja konkurentnoj prednosti nacije doprinosi uvođenje novih proizvoda, koji nisu u velikoj meri ograničeni cenama, tako da ima prostora za rast zarada i standarda stanovništva. Prelaskom iz jedne u drugu fazu razvoja menja se i relativni značaj pojedinih faktora, odnosno stubova konkurentnosti. U prvoj fazi razvoja najveći značaj imaju tzv. osnovni zahtevi: 1. Institucije 2. Infrastruktura 3. Makroekonomsko okruženje 4. Zdravstveni faktori i primarno obrazovanje. Nasuprot tome, u drugoj fazi razvoja akcenat je na pokretačima efikasnosti: 1. Visokom obrazovanju i obučenosti 3. Efikasnosti tržišta roba i usluga 4. Efikasnosti finansijskih tržišta 5. Usvajanju tehnoloških rešenja 6. Veličini tržišta. U poslednjoj fazi na konkurentnost utiču pokretači inovativnosti:<sup>324</sup> 1. Poslovna sofisticiranost 2. Inovativnost. Za potrebe obračuna agregiranog indeksa konkurentnosti, a u cilju dobijanja objektivnije slike, uvedene su još dve faze koje predstavljaju prelaz iz prve u drugu, odnosno iz druge u treću fazu. Na ovaj način je obezbeđeno da se postepeno povećava ponder faktora konkurentnosti koji će u budućnosti biti od većeg značaja. Tabelom 3.3. prikazani su

---

<sup>322</sup> Porter Michael, 1990, *The Competitive Advantage of Nations*, The Free Press, str. 545

<sup>323</sup> Đuričin Dragan, Lončar Dragan, 2007, *Menadžment pomoću projekata*, Ekonomski Fakultet, Beograd, str. 208

<sup>324</sup> World Economic Forum, 2011, *The Global Competitiveness Report*, str. 9

ponderi za pojedine stubove konkurentnosti u zavisnosti od faze razvoja nacionalne ekonomije.

**Tabela 3.3. Ponderi stubova konkurentnosti u zavisnosti od GDP po glavi stanovnika**

	Faktorima vučene ekonomije	Prelazak iz faze 1 u fazu 2	Efikasnošću vučene ekonomije	Prelazak iz faze 2 u fazu 3	Inovativnošću vučene ekonomije
<b>GDP po glavi stanovnika USD</b>	<b>&lt;2,000</b>	<b>2,000-2,999</b>	<b>3,000-8,999</b>	<b>9,000-17,000</b>	<b>&gt;17,000</b>
Ponder za osnovne zahteve %	60	40-60	40	20-40	20
Ponder za pokretače efikasnosti %	35	35-50	50	50	50
Ponder za pokretače inovativnosti %	5	5-10	10	10-30	30

*Izvor:* World Economic Forum, 2011, *The Global Competitiveness Report*, str. 10

U cilju objektiviziranja analize uveden je dodatni kriterijum za države koje su visoko zavisne od izvoza prirodnih resursa. Države koje imaju učešće prirodnih resursa preko 70% u ukupnom izvozu robe i usluga se delimično mogu smatrati za faktorima vučene ekonomije, bez obzira na vrednost GDP po glavi stanovnika. Stoga se faza razvoja ovih zemalja postepeno umanjuje u zavisnosti od učešća izvoza prirodnih resursa u ukupnom izvozu. Što je veći ovaj udeo to će se stepen razvoja, u zavisnosti od GDP po glavi stanovnika, dodatno smanjivati.<sup>325</sup>

Obračun konačne vrednosti *GCI* se vrši na podlozi velikog broja podataka, tzv. „tvrđi“ i „meki“ podaci. „Tvrđi“ podaci (inflacija, spoljni dug, priliv SDI i sl.) se crpu iz baza podataka eminentnih međunarodnih institucija (MMF, SB, razne agencije UN i sl.), dok se „meki“ podaci dobijaju na bazi intervjua sa top menadžmentom kompanija u okviru nacionalnih ekonomija. Prilikom izrade poslednjeg izveštaja u istraživanju je učestvovalo oko 15 hiljada ispitanika, najveći broj do tada, koji su faktore konkurentnosti pojedinih zemalja ocenjivali na skali od 1 do 7. Budući da se „tvrđi“ podaci nalaze u brojčanom iznosu, ne standardizovanom, a da se „meki“ podaci nalaze u vidu skale od 1 do 7, potrebno je izvršiti njihovo ujednačavanje. Prevođenje „tvrđih“ podataka na skalu od 1 do 7 vrši se primenom jedne od dve formule:<sup>326</sup>

$$6 * \frac{(Z_{vr} - U_{min})}{(U_{max} - U_{min})} + 1$$

*formula 3.1.*

<sup>325</sup> Isto, str. 44

<sup>326</sup> World Economic Forum, 2011, *The Global Competitiveness Report*, str. 9 i Đuričin Dragan, Lončar Dragan, 2007, *Menadžment pomoću projekata*, Ekonomski Fakultet, Beograd, str. 214

$$- 6 * \frac{(Z_{vr} - U_{min})}{(U_{max} - U_{min})} + 7$$

*formula 3.2.*

$Z_{vr}$  – vrednost tvrdog podatka za konkretnu privredu

$U_{min}$  – minimalna vrednost tvrdog podatka za čitav uzorak privreda

$U_{max}$  – maksimalna vrednost tvrdog podatka za čitav uzorak privreda

Formula 3.1. se koristi kada su u pitanju podaci gde njihova veća vrednost ukazuje na rastuću konkurentnost, dok se formula 3.2. primenjuje u slučajevima kada njihova veća vrednost ukazuje na nižu konkurentnost. Izloženi model merenja konkurentnosti je ukazao da se nacionalna konkurentnost gradi kako na makro tako i na mikro planu. Po autorima izloženi model objašnjava preko 85% varijacija stepena konkurentnosti nacionalnih ekonomija.<sup>327</sup> Ipak pojedina istraživanja iz ove oblasti nisu podržala stavove autora. Naime, analiza koja je pratila korelaciju GDP po glavi stanovnika u periodu od 2001. do 2006. godine i vrednosti GCI za pojedine zemlje ukazala je na nizak stepen korelacije.<sup>328</sup>

### **5. Problemi i perspektive nacionalne konkurentnosti Srbije**

Uprkos određenim kritikama, *WEF* model merenja konkurentnosti je stekao globalnu prepoznatljivost i prihvatljivost. Na bazi *GCI* indeksa kompanije stiču brz, ali istovremeno i analitičan uvid u nivo konkurentnosti nacionalnih ekonomija, perspektive i nedostatke koje bi trebalo ukloniti u cilju napredovanja. S obzirom na široku prihvaćenost *GCI* i globalnu reputaciju *WEF* kao institucije koja publikuje *GCI* indekse svaka država nastoji da bude što bolje rangirana. Nivo rangiranja je izuzetno važan za manje razvijene zemlje koje ovim putem stiču uvid u oblasti u kojima su neophodna unapređenja. Pozitivne pomake na rang listi države koriste kao input u nacionalnom promovisanju. Tabelom 3.4. prikazano je rangiranje Srbije i uporedivih zemalja okruženja na bazi *GCI* u periodu 2009- 2011. godina.

---

<sup>327</sup> World Economic Forum, 2011, *The Global Competitiveness Report* str. 57

<sup>328</sup> Berger Thomas, Bristov Gillian, Competitiveness and the Benchmarking of Nations – A Critical Reflection, *International Advanced Economic Research*, Vol. 15, No. 4, 2009, str. 378 - 392

*Tabela 3.4. Vrednosti GCI u periodu 2009 – 2011. za zemlje regiona jugoistočne Evrope*

	2011		2010		2009	
	<i>Rang</i>	<i>Vrednost indeksa</i>	<i>Rang</i>	<i>Vrednost indeksa</i>	<i>Rang</i>	<i>Vrednost indeksa</i>
<b>Srbija</b>	<b>95</b>	<b>3,9</b>	<b>96</b>	<b>3,8</b>	<b>93</b>	<b>3,8</b>
Albanija	78	4,1	88	3,9	96	3,7
Bosna i Hercegovina	100	3,8	102	3,7	109	3,5
Bugarska	74	4,2	71	4,1	76	4
Hrvatska	76	4,1	77	4	72	4
Makedonija	79	4,1	79	4	84	3,9
Crna Gora	60	4,3	49	4,4	62	4,2
Rumunija	77	4,1	67	4,2	64	4,1

*Izvor:* <http://www.weforum.org/reports>

Podaci iz tabele 3.4. su krajnje alarmantni za Srbiju. U periodu od tri analizirane godine Srbija je blago nazadovala na listi zemalja rangiranih na osnovu *GCI*, dok su pojedine zemlje napravile snažne napretke na polju konkurentnosti. Na gore navedenoj listi samo BiH ima neznatno niži rang od Srbije, dok su sve ostale analizirane zemlje daleko bolje rangirane. Podaci iz tabele 3.4. ukazuju da je neophodno preduzeti radikalne mere u cilju unapređenja konkurentnosti. Da bi se kreirala adekvatna strategija konkurentnosti neophodan je dublji uvid u vrednovanje pojedinih stubova konkurentnosti. Analiza stubova mora se vršiti u kontekstu faze konkurentnosti u kojoj se Srbija nalazi. Srbija se po klasifikaciji *WEF* nalazi u fazi efikasnošću vučene ekonomije, u kojoj se nalaze i sve ostale analizirane države osim Hrvatske. Tabelom 3.5. prikazane su vrednosti u 2011. godini za stubove konkurentnosti Srbije i grupe zemalja čije su ekonomije vučene efikasnošću.

*Tabela 3.5. Vrednosti stubova konkurentnosti za Srbiju i efikasnošću vučene ekonomije u 2011. godini*

	<b>Srbija</b>	<b>Efikasnoću vučene ekonomije</b>
<b>Osnovni faktori</b>		
Institucije	3,2	4
Infrastruktura	3,7	4
Makroekonomsko okruženje	4,5	5
Zdravstveni faktori i primarno obrazovanje	5,8	5,4
<b>Pokretači efikasnosti</b>		
Visoko obrazovanje i obučenost	4	4
Efikasnost tržišta robe i usluga	3,5	4,2
Efikasnost tržišta radne snage	3,9	4,1
Efikasnost finansijskih tržišta	3,7	4,1
Usvajanje tehnoloških rešenja	3,6	3,6
Veličina tržišta	3,6	3,5
<b>Pokretači inovativnosti</b>		
Poslovna sofisticiranost	3,1	3,8
Inovativnost	2,9	3,1

*Izvor:* World Economic Forum, 2011, *The Global Competitiveness Report*, str. 314

Srbija po svim stubovima konkurentnosti, osim zdravstvenih faktora i primarnog obrazovanja, zaostaje u odnosu na prosek grupe zemalja kojoj pripada po fazi razvoja. Zaostatak je naročito izražen kod stubova konkurentnosti koji predstavljaju osnovne faktore, što je zabrinjavajuće. Iako ovi faktori nemaju najveći ponder prilikom obračuna *GCI* njihov udeo u konačnoj vrednosti je i dalje veliki. Kada nisu postignute zadovoljavajuće vrednosti ovih faktora nije moguće unaprediti nivo konkurentnosti u ostalim oblastima. Posebno je zabrinjavajuće da je izuzetno nisko rangiran stub koji se odnosi na institucije, a u odnosu na 2008. godinu je napravljen pad vrednosti indeksa za 0.2 poena. Ovakvi rezultati su u skladu sa anketom *WEF* gde su ispitanici kao glavne prepreke za obavljanje poslovne aktivnosti naveli birokratizaciju i visok stepen korupcije.<sup>329</sup> U cilju otklanjanja ovih nedostataka Nacionalni savet za konkurentnost Republike Srbije je u 2010. godini usvojio mere za unapređenje konkurentnosti, a koje bi trebalo da reše probleme neefikasnih institucija. Desetak mera koje se odnose na institucije za cilj imaju uvođenje elektronske administracije, katastarsko obuhvatanje svih nekretnina i unapređenje postupka

<sup>329</sup> World Economic Forum, 2011, *The Global Competitiveness Report*, str. 314

sudskih izvršenja.<sup>330</sup> Na ovaj način bi se značajno smanjili troškovi poslovanja, što bi se posredno odrazilo i na konkurentnost na mikro planu.

Na polju infrastrukture je u periodu od 2008. do 2011. godine napravljen najveći pomak, jer je vrednost indeksa uvećana sa 2.7 na 3.7. U ovom periodu su izvršena značajna ulaganja u završetak Koridora 10, izgradnju obilaznice oko Beograda i sanaciju mosta Gazela. Investicije u infrastrukturu karakterišu visoki indirektni efekti budući da je infrastruktura magnet za investitore.<sup>331</sup> Intenzivno ulaganje u infrastrukturu može poslužiti kao osnova za privlačenje investicija u grane koje su angažovane u izgradnji infrastrukture. Da bi se ostvarili postavljeni ciljevi u vezi sa infrastrukturom, Savet Stranih Investitora preporučuje pokretanja projekata iz oblasti infrastrukture koji će se sprovoditi u sklopu javnog i privatnog partnerstva.<sup>332</sup> Nažalost, u Srbiji se trenutno ne realizuje nijedan projekat na ovom principu. Jedini projekat ovog tipa, a koji nije realizovan usled spora države i privatnog investitora, predstavljala je izgradnja auto puta prema Crnoj Gori.

Veoma zabrinjava neefikasnost tržišnih mehanizama u Srbiji. Ovo se posebno odnosi na tržište robe i usluga i tržište radne snage, dok je finansijsko tržište neznatno bolje rangirano. Po kriterijumu efikasnosti tržišta roba i usluga Srbija se nalazi na 132 mestu od 142 rangirane zemlje, što predstavlja nazadovanje od 17 pozicija u odnosu na 2008. godinu. Neefikasnost domaćeg tržišta i usluga je uglavnom posledica dominantnih monopola u skoro svim granama i potpuno odsustvo antimonopolske politike. U cilju unapređenja ovog aspekta konkurentnosti Nacionalni savet za konkurentnost je predvideo nekoliko mera koje bi trebalo da unaprede efikasnost tržišnog mehanizma. Među njima je najznačajnija razrada podzakonskih akata koji bi trebalo da doprinesu adekvatnijoj primeni Zakona o zaštiti konkurencije.

Strategija razvoja konkurentnosti Srbije mora se bazirati na realnom ekonomskom stanju, analizi raspoloživih resursa i ekonomskih kretanja na globalnom nivou. Kreiranje strategije nacionalne konkurentnosti bi trebalo otpočeti od faze razvoja u kojoj se Srbija nalazi. Budući da se Srbija nalazi u fazi „efikasnošću vučene“ ekonomije prioritetima bi

---

<sup>330</sup> [http://www.konkurentnasrbija.gov.rs/d460/Aktivnosti\\_saveta/Aktivnosti\\_saveta.html](http://www.konkurentnasrbija.gov.rs/d460/Aktivnosti_saveta/Aktivnosti_saveta.html)

<sup>331</sup> Đuričin Dragan, Antikrizni program u 2011. i strategija održivog razvoja (Srbija 2020), *Ekonomika preduzeća*, Vol. LIX, No. 1-2, 2011, str. 1-20

<sup>332</sup> FIC, 2010, *Bela knjiga*, str. 18

trebalo smatrati pokretače efikasnosti, ali i osnovne faktore. Ako imamo u vidu da konkurentnost predstavlja produktivnost u korišćenju faktora proizvodnje, onda makroekonomski fundamenti predstavljaju samo neophodne uslove za unapređenje produktivnosti koji zavise od mikroekonomskih elemenata. Makroekonomska stabilizacija, infrastruktura i institucije su samo osnova koja će odrediti da li će mikroekonomski fundamenti biti korišćeni ispod ili iznad potencijala. Strategija konkurentnosti Srbije bi trebalo da se u narednom periodu razvija na sledećim smernicama:

1. Mere za unapređenje prirodnog priraštaja i ulaganje u ljudski kapital.
2. Unapređenje mikro poslovnog ambijenta i podsticanje reindustrijalizacije i preduzetništva.
3. Ulaganje u strateške sektore (poljoprivreda i energetika).

Prilikom analize konkurentnosti Srbije trebalo bi imati u vidu da se često ljudski kapital tretira na sekundaran način. Ovakav pristup nije opravdan jer ljudski kapital u budućnosti može biti okosnica razvoja, ali i ograničavajući faktor. Poslednjih nekoliko decenija Srbija konstantno beleži negativan prirodni priraštaj. U periodu od 1999. do 2009. godine negativan prirodni priraštaj je narastao sa 3.9 na 4.6 promila.<sup>333</sup> Negativna stopa prirodnog priraštaja dovodi do smanjivanja ukupnog stanovništva za oko 35,000 na godišnjem nivou. Konstantno smanjenje broja stanovnika i produženje životnog veka dovelo je do narušavanja starosne strukture stanovništva. Prema podacima za 2009. godinu, preko 38% stanovništva je imalo više od 50 godina starosti.<sup>334</sup> Ovaj problem će u budućnosti dvojako ograničavati rast konkurentnosti. Budući da se sada penzije isplaćuju iz sredstava koje u penzioni fond uplaćuju trenutno zaposleni, pritisak na penzioni fond zbog pogoršane starosne strukture će se povećati po dva osnova. U budućnosti će biti sve manje uplatilaca u penzioni fond, a sa druge strane će se povećavati broj njegovih korisnika. Ovaj problem se samo na srednji rok može rešavati produženjem starosne granice odlaska u penziju. Takođe, ako uzmemo u obzir da su stariji slojevi stanovništva

---

<sup>333</sup> <http://webrzs.stat.gov.rs/WebSite/Public/ReportResultView.aspx?rptKey=indId%3d180108IND01%2635%3d6%266%3d1%2c2%2c3%2c4%2c5%2c6%2c7%2c8%2c9%2c10%2c11%2c12%2c13%2c14%2c15%2c16%2c17%2c18%2c19%262%3d199900%2c200900%26sAreaId%3d180108%26dType%3dName%26lType%3dSerbianCyrillic>

<sup>334</sup> Isto



češći korisnici medicinskih usluga, negativna starosna struktura će opteretiti zdravstveni sistem, što će zahtevati dodatna ulaganja u ovaj sektor. Konačno, rast broja starijeg stanovništva može dovesti do razvoja tzv. „gerontokratije“, političkih stranaka čiji su programi profilisani na potrebama ovog sloja stanovništva. Trend već postoji u Evropi ali je delimično prisutan i u Srbiji. Glavni problem sa predstavnicima ovih stranaka je što u cilju pridobijanja birača preduzimaju kratkoročne i popularne mere odlažući neophodne bolne reforme čiji se efekti mogu očekivati na dugi rok. Rešavanje problema negativnog prirodnog priraštaja u narednom periodu mora biti prioritet. Osim jačanja i širenja finansijskih podsticaja za porodice sa više dece, neophodno je preduzeti i mere sa ciljem promene svesti društva. Afirmisanje roditeljstva kao nečeg pozitivnog, a roditelja kao zaslužnih građana društva bi moglo u srednjem roku doprineti promeni demografskog trenda. Na ovom polju poželjna je i neophodna saradnja državnog i nevladinog sektora. Negativan prirodni priraštaj je jednim delom i posledica masovnih migracija u inostranstvo, u čemu su dominirali mlađi i perspektivniji članovi društva. Po kriterijumu „odliva mozгова“ Srbija se na listi *WEF* nalazi na 139. od 142 mesta.<sup>335</sup> Odliv stanovništva ne samo da doprinosi niskom prirodnom priraštaju već ograničava i stepen korišćenja mikroekonomskih elemenata konkurentnosti, budući da u inostranstvo uglavnom odlaze najobrazovaniji članovi društva. Stoga u narednom periodu jedna od osnovnih mera unapređenja konkurentnosti mora da bude ulaganje u obrazovanje, koje podrazumeva i afirmisanje neophodnosti konstantnog obrazovanja.<sup>336</sup> Reforme u obrazovanju bi trebalo da dovedu do usklađenosti programa sa potrebama privrede. Kako bi se ostvario ovaj cilj neophodna je bliska saradnja sa uspešnim inostranim i domaćim kompanijama. Saradnja bi trebalo da omogući *win win* situaciju, za kompanije i obrazovni sistem. Uvažavajući interese poslodavaca obrazovni programi se moraju prilagođavati njihovim potrebama, ali je sa druge strane obaveza poslodavaca da obezbede praksu studentima i đacima, ali i stipendije za najperspektivnije. Na ovaj način bi se unapredila konkurentnost na stubu visoko obrazovanje i obučenost gde Srbija zauzima 81. mesto.<sup>337</sup>

---

<sup>335</sup> World Economic Forum, 2011, *The Global Competitiveness Report*, str. 315

<sup>336</sup> Đuričin Dragan, Transition and Beyond: Serbia's Perspective, *Ekonomika preduzeća*, Vol. LIII, No. 5-6, septembar – oktobar, 2007, str. 161 – 176

<sup>337</sup> World Economic Forum, 2011, *The Global Competitiveness Report*, str. 314

Podizanje konkurentnosti privrede u narednom periodu će u velikoj meri zavisiti od mogućnosti države da stvori podsticajni poslovni ambijent koji će za rezultat imati reindustrijalizaciju privrede. Državne mere u vezi sa ovim ciljem bi trebalo da se zasnivaju na piramidalnoj osnovi, gde donji sloj čine strukturne reforme i izgradnja infrastrukture (o čemu je bilo reči), srednji sloj čine linearne politike za sve regione i grane, i gornji sloj čine mere čiji je cilj podsticanje specifičnih grana i regiona.<sup>338</sup> Izgradnja donjeg sloja piramide je veoma važna jer preduzimanje mera u srednjem i gornjem sloju nema puni efekat bez snažnog donjeg sloja. U okviru srednjeg sloja država bi trebalo da preduzme mere čiji je cilj podizanje opštih uslova poslovanja. Pokrenuta kampanja Sveobuhvatne reforme propisa (SRP) u toku 2009. godine, iako veoma bučno najavljivana, nije dala odgovarajuće rezultate. Naime, od ukupno 216 preporuka Vlada je usvojila 192, ali je svega 61 preporuka implementirana u praksi.<sup>339</sup> Posebno mesto u daljoj strategiji razvoja bi trebalo da zauzmu mere sa ciljem unapređenja mikrokonkurentnosti. Država bi trebalo da direktnim i indirektnim merama podstakne saradnju između domaćih kompanija i ohrabri preduzetničke inicijative. Direktno državne mere se odnose na finansijsku podršku investitorima u razvoju inovativnih projekata za koje ne postoji adekvatna podrška na finansijskom tržištu, ili podsticanje nedostajućih komplementarnih aktivnosti. U današnjoj situaciji tipičan primer bi bili podsticaji domaćim proizvođačima auto delova kako bi bili u mogućnosti da ispune visoke kriterijume koje je *Fiat* postavio za uključivanje u njihovu mrežu kooperanta. Indirektno državne mere za cilj imaju stvaranje podsticajnog mikro ambijenta koji bi unapredio inovativnost kompanija. Spektar mera koje stoje na raspolaganju državi je veoma širok. To može biti podrška saradnji između državnih naučnih institucija (instituti i fakulteti) i privrede, ulaganje u tehnološke parkove koji će biti osnova za razvoj inovativnih proizvoda i podsticanje klastera među samim kompanijama. Od 2006. godine Republika Srbija preduzima aktivne mere na podsticanju klastera u Srbiji, finansirajući do 50% projekata koje osmisle. Klasteri podstiču kako konkurenciju tako i kooperaciju. Članovi klastera saraduju na vertikalnoj i horizontalnoj osnovi, ali je moguće i

---

<sup>338</sup> FREN, 2010, *Postkrizni model ekonomskog rasta i razvoja Srbije 2011 – 2020*, str. 187

<sup>339</sup> <http://www.srp.gov.rs/srp/doc/NajnovijiIzvestaj.pdf>

pravljenje mreže od većeg broja klastera.<sup>340</sup> Uprkos državnoj podršci klasteri u Srbiji nisu opravdali očekivanja. Ni jedan klaster nije stigao do četvrte faze (samoodrživost) već se u najboljem slučaju nalaze u drugoj fazi (početna faza organizovanog rada).<sup>341</sup> Ulaganja u tehnološke parkove u Srbiji ne postoje, a eventualna podrška države u organizovanju obuke kompanija je krajnje simbolična.

Konačno, poseban segment budućeg razvoja mora biti ulaganje države u strateške sektore, a u Srbiji su to energetika i poljoprivreda. Strateški karakter ova dva sektora proističe iz njihovog značaja za celokupno funkcionisanje države i postojanja pretpostavki za ulaganje u njih. Činjenica je da privatni investitori nisu dovoljno motivisani za ulaganje u ove sektore kako bi se ostvarili ekonomski i socijalni ciljevi u zemlji, pa je neophodno ulaganje države, privatno-državni projekti i podsticaji privatnim investitorima. Značaj energetske sektora proističe iz energetske zavisnosti Srbije, rasta cene energenata u prethodnom periodu (prosečna cena nafte u 2010. godini bila je oko 4 puta veća nego 2000. godine). U energetske sektoru su već načinjeni prvi značajniji koraci u pravcu njegovog razvoja. Nakon delimične privatizacije NIS, novi vlasnik je restrukturiranjem poslovanja i značajnim investicijama, stvorio visoko profitabilnu kompaniju. Planom razvoja je predviđeno da NIS u narednih 10 godina postane regionalni lider, od čega će država imati koristi direktno kao manjinski vlasnik, ali i indirektno, po osnovu javnih prihoda. Po osnovu istog ugovora je modernizovano skladište gasa u Banatskom Dvoru, a do kraja 2015. godine se očekuje izgradnja gasovoda Južni tok. Ukoliko gasovod bude realizovan, Srbija će ostvariti sigurnost u snabdevanju ali i prihode od tranzitnih taksi, koje bi trebalo da dostignu 300 miliona USD na godišnjem nivou. Veoma su pozitivna i najavljena ulaganja u obnovljive izvore energije (hidro, eolska i solarna). Po pitanju hidro energije se očekuju ulaganja u projekte na Ibru i Velikoj Moravi, ali i ulaganja u manje hidroelektrane, što bi trebalo da poveća aktivnu snagu do 200 megavata. Takođe, velika su očekivanja od privatnih investicija u solarnu energiju. Grad Vranje je potpisao ugovor sa investitorima iz Kine o investiciji od 300 miliona EUR u gradnju solarnog parka, koji će imati kapacitete od 150 megavata. Veoma je značajno što će se u narednoj fazi projekta izgraditi pogoni za

---

<sup>340</sup> Porter Michael, Clusters and the New Economics of Competitions, *Business Harvard Review*, Vol. 76, No. 6, 1998, str. 77 - 90

<sup>341</sup> <http://klasteri.merr.gov.rs/O-klasterima/Aktivnosti-Ministarstva>

proizvodnju solarnih panela, koji će snabdevati kupce iz Evrope.<sup>342</sup> Ulaganja u vetro parkove, pored značajnih potencijala, do sada nisu odmakla dalje od projektnog nivoa.

Strategijski karakter poljoprivrede za Srbiju proističe iz njenog značaja za domaće potrebe, izvoznih potencijala i sve većeg korišćenja poljoprivrednih proizvoda kao sirovine za proizvodnju bio goriva. Usled stagnacije ponude i rastuće tražnje na globalnom nivou, cene hrane su prethodnih nekoliko godina zabeležile snažan nepravilan rast. U junu 2012. godine vrednost FAO indeksa cena hrane je, kao bazna (100) se uzima prosek u periodu 2002. i 2004. godine, iznosila 201.<sup>343</sup> Rastuća tražnja za hranom je posledica rasta svetske populacije, kupovne moći u zemljama sa visokim stopama rasta i spekulacija investitora sa viškom kapitala.<sup>344</sup> Zahvaljujući rastu cena hrane na svetskim berzama Srbija je tokom 2011. godine ostvarila izvoz poljoprivrednih proizvoda i hrane u širem smislu (hrana, žive životinje, piće, duvan, životinjska i biljna ulja) u vrednosti od 2,566 miliona USD, što predstavlja rast od 20% u odnosu na prethodnu godinu. Poljoprivredni sektor je u 2011. godini ostvario suficit u razmeni sa inostranstvom u iznosu od 1,281 miliona USD, što je rast od 5.5%.<sup>345</sup> Korišćenje poljoprivrednih sirovina (suncokreta, uljane repice, kukuruza) u proizvodnji biogoriva moglo bi biti jedna od razvojnih šansi Srbije. Snažnim investiranjem u ove kulture i kapacitete za preradu može se u određenoj meri smanjiti uvozna zavisnost od nafte, čija su kretanja na svetskim berzama podložna snažnim fluktuacijama. Za sada postoji samo jedan veći proizvođač biogoriva u Srbiji (*Viktorija Oil*), i veći broj manjih proizvođača koji kao sirovinu koriste reciklirana ulja.

Potencijali koji postoje u poljoprivredi nisu iskorišćeni. Iako je produktivnost poljoprivrede merena GDP po zaposlenom u periodu 2000 – 2008. uvećana za 50%, može se reći da tehnološki progres u prethodnoj deceniji nije zadovoljavajući.<sup>346</sup> Naime, dominiraju mali pojedinačni proizvođači, prinosi po obradivoj površini nisu osetno unapređeni, a struktura proizvodnje se teško menja. Državni organi bi trebalo da stimulišu

---

<sup>342</sup> <http://www.vranje.rs/vest.php?id=681&oblast=vesti>

<sup>343</sup> <http://www.fao.org/worldfoodsituation/wfs-home/foodpricesindex/en/>

<sup>344</sup> Lončar Dragan, Insights into Global Future Scenarios: Projected Trends in Food and Energy Industries, *Ekonomika Preduzeća*, Vol. LVII, No. 1-2, 2010, str. 89-98

<sup>345</sup> <http://webbrzs.stat.gov.rs/WebSite/Public/ReportResultView.aspx?rptKey=indId%3d170301IND02%26103%3d0%2c1%2c4%262%3d201000%2c201100%2612%3d00%266%3d2%26sAreaId%3d170301%26dType%3dName%26lType%3dSerbianCyrillic>

<sup>346</sup> FREN, 2010, *Postkrizni model ekonomskog rasta i razvoja Srbije 2011 – 2020*, str. 204

poljoprivrednike povoljnim kreditima, da ulažu u modernizaciju tehnologije i menjanje strukture proizvodnje ka proizvodima više cene. Kako bi se ostvarili navedeni ciljevi država bi trebalo da podstakne poljoprivrednike da se udružuju u klasterne. Klasteri će im omogućiti bolju pregovaračku moć prema prerađivačima i mogućnost zajedničkog izvoza. Organska hrana će u budućnosti imati sve veći značaj, a samim tim i cenu, što stvara prostor za domaće proizvođače. S obzirom da je dobijanje sertifikata za organsku hranu veoma zahtevno i skupo, uloga države može biti subvencionisanje ili povoljno kreditiranje poljoprivrednih proizvođača organske hrane.

Sve navedene mere na polju konkurentnosti neće odbaciti očekivane rezultate ukoliko se ne bude radilo na stimulisanju preduzetničkog duha i promeni svesti građana. Naime, mere na podizanju konkurentnosti će imati uspeha samo ukoliko građani shvate da sopstvenim radom i inventivnošću mogu poboljšati uslove života, a da je uloga države u tome samo katalizatorska.

#### **6. Značaj i uloga izvoznog poslovanja kao strategije internacionalizacije**

Zaoštavanje konkurencije na globalnom nivou uslovalo je da sve veći broj kompanija izvore rasta i razvoja nastoji da pronađe u inostranstvu uz očuvanje pozicija na domaćem tržištu. Izvoz predstavlja najrasprostranjeniju strategiju internacionalizacije, čemu su doprineli liberalizacija međunarodnih ekonomskih odnosa, razvoj transporta i informacione tehnologije. Poseban značaj izvoza leži u činjenici da je on često najbolja strategija internacionalizacije za mala i srednja preduzeća. U odnosu na ostale strategije internacionalizacije izvoz zahteva manje ljudskih, finansijskih i drugih resursa, nosi manje rizika i omogućava veću tržišnu fleksibilnost.<sup>347</sup> Iako u ukupnom izvozu dominiraju velike MNK, tehnološki napredak je znatno olakšao nastup malih i srednjih preduzeća na inostranim tržištima putem izvoza. O značaju malih i srednjih preduzeća u nacionalnom izvozu govore podaci da u SAD mikrokompanije, manje od 20 zaposlenih, čine dve trećine

---

<sup>347</sup> Leonidu Leonidas, Katsikeas Constantine, Samie Saeed, Marketing Strategy Determinants of Export Performance: A Meta Analysis, *Journal of Business Research*, Vol. 55, No. 1, 2002, str. 51 - 67

ukupnog broja izvoznika. Pored toga, mala i srednja preduzeća čine 88% ukupnog broja izvoznika i generišu oko 20% ukupnog izvoza SAD.<sup>348</sup>

Kompanije se često opredeljuju za izvozno poslovanje kao strategiju internacionalizacije usled potencijalnih prednosti koje pruža. Izvoz sa centralizovane lokacije je prisutan kada je u pitanju proizvodnja kapitalno i tehnološki intenzivnih proizvoda (farmaceutski proizvodi, mikročipovi i sl.). Stvaranje tzv. izvozne platforme omogućava da se ostvari zadovoljavajući nivo ekonomije obima, budući da su ovi proizvodi opterećeni visokim fiksnim troškovima po osnovu istraživanja i razvoja.<sup>349</sup> Pošto izvoz predstavlja manje rizičnu strategiju od investiranja u inostranstvo, mnoge kompanije ga koriste kao prvi korak prilikom osvajanja pojedinih tržišta. Naime, putem izvoza kompanije nastoje da steknu određeno iskustvo poslovanja u nepoznatom poslovnom ambijentu, pridobiju bazu lojalnih potrošača, a tek onda pređu na investiranje kao rizičnu i resursno intenzivnu fazu. Konačno, kompanije putem izvoza stiču mogućnost da diversifikuju svoje prihode i celokupno poslovanje učine manje zavisnim od dešavanja na jednom tržištu. U današnjem poslovnom svetu punom nepoznanica voma je rizično zavisiti od dešavanja samo na jednom tržištu. Na početku globalne ekonomske krize mnogo su manje bili pogođeni proizvođači koji su osim u SAD i Evropi svoje proizvode u većoj meri plasirali i na tržišta Azije, gde je globalna kriza imala slabiji intenzitet.

Pored očiglednih prednosti, izvozna strategija internacionalizacije se karakteriše potencijalnim nedostacima koji su naročito izraženi kod malih i srednjih preduzeća. Izvoz u odnosu na investicione strategije ulaska nosi manji stepen kontrole međunarodnih operacija i manjak marketinških informacija sa ciljanih tržišta. Delimično rešenje ovog problema je moguće postići pažljivim odabirom posrednika i zaključenjem stimulativnog posredničkog ugovora. Poseban problem za male i srednje izvoznike predstavlja nedostatak ljudskog kapitala, finansijskih sredstava i marketinškog znanja. Zbog svoje veličine ova preduzeća imaju problem sa finansiranjem izvoza, prilagođavanjem proizvoda inostranoj tražnji, rešavanjem logističkih i distributivnih problema, prikupljanjem i analiziranjem

---

<sup>348</sup> Daniels John, Radebaugh Lee, Sullivan Daniel, 2011, *International Business: Environments and Operations*, Pearson Education, str. 525

<sup>349</sup> Wild John, Wild Kenneth, Han Jerry, 2003, *International Business*, Prentice Hall, str. 371

marketinških informacija.<sup>350</sup> Osim ovih internih problema, ekspanziju izvoza malih i srednjih preduzeća ograničavaju i eksterne barijere koje se odnose na snažnu konkurenciju od strane velikih kompanija, složene izvozne procedure i administrativne prepreke koje pred mala i srednja preduzeća postavljaju države uvoznice. Problemi malih i srednjih izvoznika su slični u razvijenim i zemljama u razvoju, s tim što se mali i srednji izvoznici iz zemalja u razvoju suočavaju i sa problemom predrasuda koje potiču po osnovu imidža zemlje porekla. Mala i srednja preduzeća predstavljaju u svim tržišnim ekonomijama predmet posebnog interesovanja državnih organa zbog svog značaja za kreiranje novih radnih mesta, ubiranje poreskih prihoda i uticaja na platni bilans. U svetu se uglavnom praktikuju tri vrste izvozne pomoći izvoznom marketingu: informativna, finansijska i promotivna.<sup>351</sup> Pomoć države je samo intervenišućeg karaktera, a izvozna osposobljenost kompanije je dominatno determinisana međunarodnom marketing opredeljenošću.

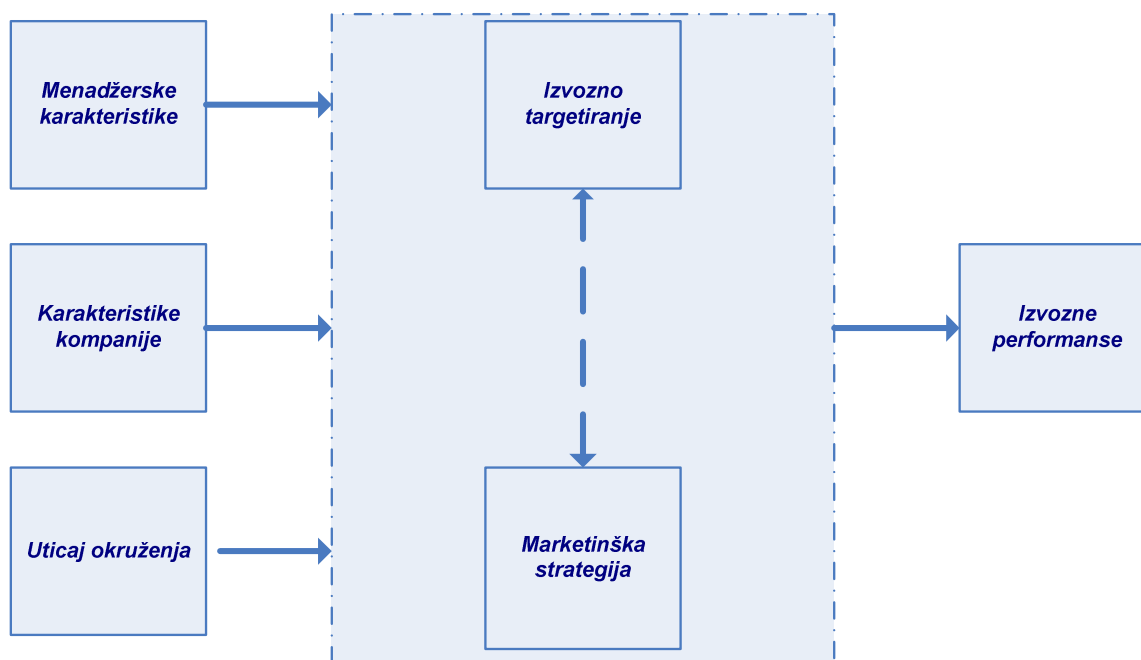
Uporedo sa rastom izvoznih aktivnosti kompanija raslo je i interesovanje ekonomskih istraživača za utvrđivanje faktora koji doprinose izvoznim performansama. Jedno od najčešće citiranih istraživanja iz ove oblasti je faktore uticaja na izvozne performanse klasifikovalo u pet grupa, što se vidi na grafikonu 3.12.

---

<sup>350</sup> Goitom Tesfom, Lutz Clements, A Classification of Export Marketing Problems of Small and Medium Sized Manufacturing Firms in Developing Economies, *Journal of Emerging Markets*, Vol. 1, No. 3, 2006, str. 262 - 282

<sup>351</sup> Rakita Branko, 2009, *Međunarodni marketing*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 414

**Grafikon 3.12. Faktori uticaja na izvozne performanse**



**Izvor:** Leonidu Leonidas, Katsikeas Constantine, Samie Saeed, Marketing Strategy Determinants of Export Performance: A Meta Analysis, *Journal of Business Research*, Vol. 55, No. 1, 2002, str. 51 - 67

Izvozne performanse kompanija će u velikoj meri zavistiti od karakteristika menadžmenta. Rezultati po osnovu izvoza će biti unapređeni ukoliko izvozne aktivnosti imaju podršku menadžmenta, odnosno ukoliko im je menadžment posvećen. Istraživanja su pokazala da ukoliko je menadžment posvećen izvozu, a ne posmatra ga samo kao iznuđenu varijantu, onda će veoma pažljivo pristupati njegovom planiranju i alociranju neophodnih resursa, što će doprineti i boljim rezultatima.<sup>352</sup> Rezultati će biti unapređeni iako menadžment već poseduje međunarodno iskustvo, odnosno ako poseduje obrazovanje iz struke neophodne za izvoz. Sa druge strane izvozne performanse kompanije će biti znatno bolje ukoliko je kompanija veća, mereno brojem zaposlenih, prihodima od prodaje, vrednošću imovine, i ukoliko poseduje dovoljno resursa, ljudskih, nematerijalnih i finansijskih, da podrži izvozne aktivnosti. Pored internih faktora koji su pod kontrolom kompanije na izvozne performanse će uticati čitav niz eksternih faktora. Ovi faktori po svojoj prirodi mogu biti makroekonomski, ali i na nivou grane. Njihovo delovanje može

<sup>352</sup> Sousa Carlos, Martinez Lopez Francisco, Coelho Filipe, The Determinants of Export Performance: A Review of Research in the Literature Between 1998 and 20 05, *International Journal of Management Review*, Vol. 10, No. 4, 2008, str. 343 - 374



doprineti unapređenju izvoznih performansi, ali može predstavljati barijeru izvoznom poslovanju.<sup>353</sup> Navedeni faktori predstavljaju samo osnovu koja sama po sebi neće dovesti do superiornih izvoznih performansi. Pored osnove su veoma bitni tzv. intervenišući faktori koji obuhvataju izvoznu strategiju u širem smislu, targetiranje i marketinšku izvoznu strategiju.

Uspešne izvozne strategije podrazumevaju pažljivu analizu i inkorporiranje izvozne strategije u korporativnu strategiju. Izvoz nije sam za sebe cilj nego je usmeren na unapređenje konkurentnosti kompanije. Stoga kao prvi korak treba definisati koji se ciljevi nastoje ostvariti putem izvoza (kreiranje dodatnih izvora prihoda, diversifikacija poslovanja, degresija fiksnih troškova i sl.). Kada se analitički utvrdi opravdanost primene izvozne strategije pristupa se identifikaciji potencijalnih tržišta. Državna asistencija izvoznim kompanijama se u ovoj fazi ogleda u pružanju informativne podrške o uslovima poslovanja na pojedinim tržištima. Mali i srednji izvoznici uglavnom u početku opslužuju manji broj, najčešće susednih tržišta, što odgovara stavu o evolutivnom pristupu internacionalizaciji. Sa druge strane, usled globalizacije raste broj kompanija koje pri osnivanju kao svoj cilj postavljaju globalnu prisutnost čime se stav o evolutivnoj internacionalizaciji dovodi u pitanje. Empirijska istraživanja koja su analizirala uticaj faze targetiranja na ostvarene performanse su pokazala da kompanije koje primenjuju strategiju koncentracije u proseku ostvaruju bolje izvozne performanse od kompanija koje primenjuju strategiju diversifikacije.<sup>354</sup> Takođe, pojedina istraživanja su empirijski pokazala pozitivnu korelaciju pažljive segmentacije i ostvarenih izvoznih performansi. Nakon identifikovanja tržišta i segmenata koji će se opsluživati kompanije pristupaju analizi resursa koji su neophodni za zadovoljenje identifikovane tražnje. Identifikovanje resursa za zadovoljenje inostrane tražnje je od krucijalne važnosti jer izvozno poslovanje zahteva veću integrisanost poslovnih funkcija (pre svega marketinške, proizvodne i istraživanja i razvoja) i određeno

---

<sup>353</sup> Leonidu Leonidas, Katsikeas Constantine, Neil Morgan, Firm Level Export Performance Assessment: Review, Evaluation and Development, *Academy of Marketing Science*, Vol. 28, No. 4, 2000, str. 493 - 511

<sup>354</sup> Leonidu Leonidas, Katsikeas Constantine, Samie Saeed, Marketing Strategy Determinants of Export Performance: A Meta Analysis, *Journal of Business Research*, Vol. 55, No. 1, 2002, str. 51 - 67

preusmeravanje resursa od domaćeg ka inostranom tržištu.<sup>355</sup> Menadžment kompanije mora biti veoma pažljiv prilikom kreiranja izvozne strategije budući da njena implementacija može da dovede do konflikata u okviru kompanije i rasipanja resursa.

Izvozne performanse kompanija zavise od planiranih marketinških strategija i efikasnosti njihove implementacije. Marketinške strategije moraju biti adekvatno kreirane i implementirane u skladu sa resursima kompanije i uticajem eksternih faktora. Imajući u vidu eksterna i interna ograničenja na kompanijama je da osmisle i implementiraju odgovarajuću kombinaciju marketing miksa. Jedno od najcitiranijih empirijskih istraživanja koje je analiziralo vezu marketing strategije, pojedinih elemenata marketing miksa, i izvoznih performansi je u pojedinim segmentima došlo do relativno neočekivanih zaključaka.<sup>356</sup>

Prilagođavanje proizvoda podrazumeva izmene njegovih fizičkih, uslužnih i statusnih atributa u skladu sa razlikama u poslovnom okruženju. Kompanije teorijski ostvaruju nekoliko prednosti prilagođavanjem proizvoda inostranom okruženju. Prilagođavanje proizvoda inostranim tržištima je usmereno na bolje zadovoljenje potreba kupaca, a prate ga česta istraživanja i evaluacija potreba potrošača, zbog čega su ovi proizvodi bolje prihvaćeni od strane potrošača. Veća lojalnost potrošača stvara prostor za primenu premijumskih cena i uvećanje profita po osnovu izvoza. Preduslov za prilagođavanje ponude lokalnim tržištima je inovativnost i kreativnost, a neka od kreativnih rešenja nastalih po osnovu prilagođavanja stranim tržištima se mogu primeniti i na domaćim tržištima.<sup>357</sup> Navedeno istraživanje potvrdilo je teorijsku pretpostavku o snažnoj pozitivnoj vezi prilagođavanja proizvoda i izvoznih performansi.<sup>358</sup>

Uspešnost kompanija na inostranom tržištu je u velikoj meri determinisana odabirom posrednika. Posrednik izvozniku obezbeđuje informacije o lokalnom tržištu, regulativi,

---

<sup>355</sup> Cadogan John, Sundqvist Sana, Salminen Risto, Puumalainen Kaisu, Export Marketing, Interfunctional Interactions, and Performance Consequences, *Journal of Academy Management Science*, Vol. 33, No. 4, 2005, str. 520 - 535

<sup>356</sup> Cavusgil Tamer, Zou Shaoming, Marketing Strategy Performance Relationship: An Investigation of the Empirical Link in Export Market Ventures, *Journal of Marketing*, Vol. 58, No. 1, 1994, str. 1 - 21

<sup>357</sup> Leonidu Leonidas, Katsikeas Constantine, Samie Saeed, Marketing Strategy Determinants of Export Performance: A Meta Analysis, *Journal of Business Research*, Vol. 55, No. 1, 2002, str. 51 - 67

<sup>358</sup> Cavusgil Tamer, Zou Shaoming, Marketing Strategy Performance Relationship: An Investigation of the Empirical Link in Export Market Ventures, *Journal of Marketing*, Vol. 58, No. 1, 1994, str. 1 - 21

poslovnoj praksi, omogućava pristup već postojećoj bazi kupaca po nižim troškovima, olakšava angažovanje lokalnih kadrova i pomaže razvoju odnosa sa kupcima.<sup>359</sup> Iako je uloga posrednika u izvozu veoma bitna, čak i velike MNK čine krupne propuste kada je u pitanju razvijanje odnosa sa posrednicima. Naime, jedno od često citiranih istraživanja iz ove oblasti je pokazalo da MNK posmatraju angažovanje posrednika u inostranstvu kao prelaznu varijantu dok se ne stekne dovoljno iskustva i izvrši penetracija na tržište.<sup>360</sup> Stoga MNK u ovoj fazi nisu spremne da vrše značajnije investicije u razvoj tražnje. Nakon početnog rasta prodaje, usled korišćenja već postojećih poslovnih odnosa posrednika, dolazi do njene stagnacije ili čak pada. MNK primenjuju strategiju „čekaj i prati“ što podrazumeva minimiziranje rizika i investicija, što dovodi do prepuštanja strategijskih marketinških odluka posredniku. Sa druge strane, posrednici osećaju neposvećenost izvoznih kompanija tako da nisu spremni da značajnije investiraju i agresivno razvijaju tržište. Usled obostranog nepoverenja ostvareni rezultati često nisu optimalni, zbog čega je neophodno preduzeti proaktivan odnos prema izvozu, te pažljivo birati tržišta i posrednike. Kriterijumi za izbor posrednika bi trebalo da budu njegova spremnost da radi na razvoju tržišta i spremnost da se formira dugoročni partnerski odnos. Istovremeno, izvoznici bi trebalo da obezbede neophodne resurse za podršku aktivnostima posrednika. To podrazumeva kreiranje marketinške strategije, koju će adaptirati lokalni posrednici, pri čemu će liderska uloga ostati na izvozniku. Kao jedna od mera podrške posrednicima se podrazumeva formiranje mreže posrednika iz različitih zemalja, najčešće na regionalnom nivou, što će doprineti širenju najbolje prakse.<sup>361</sup> Empirijska istraživanja su ukazala na snažnu pozitivnu vezu koja postoji između dugoročnih odnosa sa posrednicima i izvoznih performansi.<sup>362</sup>

Brojna marketinška istraživanja su pokušala da istaknu prednosti diferencirane u odnosu na standardizovanu promociju na inostranim tržištima. Zagovornici prilagođavanja promocije u prvi plan ističu da je prilagođavanje promocije neophodno usled različite

---

<sup>359</sup> Verbke Alan, 2008, *International Business Strategy*, Cambridge University Press, str. 287

<sup>360</sup> Arnold David, Seven Rules of International Distribution, *Harvard Business Review*, Vol. 78, No. 1, 2000, str. 131 - 137

<sup>361</sup> Isto

<sup>362</sup> Cavusgil Tamer, Zou Shaoming, Marketing Strategy Performance Relationship: An Investigation of the Empirical Link in Export Market Ventures, *Journal of Marketing*, Vol. 58, No. 1, 1994, str. 1 - 21

državne regulative, konkurentne prakse, komunikacione infrastrukture i očekivanja potrošača.<sup>363</sup> Veoma neočekivano, najcitiranije empirijsko istraživanje iz ove oblasti je ukazalo na negativnu vezu između prilagođavanja promotivnih aktivnosti i izvoznih performansi. Jedno od objašnjenja je da je promotivno prilagođavanje povezano sa dodatnim troškovima, što negativno utiče na izvozne performanse. Efikasnost promotivnih aktivnosti je usko povezana sa kulturnim varijablama, a pogrešna prilagođavanja u kontekstu očekivanja potrošača će kreirati dodatne troškove, a neće odbaciti prihode.<sup>364</sup>

Cena kao jedini novčani element marketing miksa u modernom poslovnom okruženju nije dovoljna da obezbedi konkurentnost ponude. Konkurentnost kompanije će zavisiti od efektivnosti kombinacije elemenata marketing miksa, u kome cena i dalje ima značajnu konkurentsku ulogu. Empirijsko istraživanje je potvrdilo teorijska očekivanja da postoji pozitivna veza između konkurentnosti izvoznih cena i izvoznih performansi.<sup>365</sup>

Internacionalizacija putem prometne funkcije, kao najrasprostranjenija, je predmet sve intenzivnije analize kako teoretičara tako i praktičara. Usled snažnih unapređenja u oblasti transporta i informacione tehnologije, kao i liberalizacije spoljnotrgovinske regulative kod mnogih zemalja, izvoz je postao prihvatljiva alternativa i za mnoga mala i srednja preduzeća. Istovremeno, usled intenziviranja globalne konkurencije postaje sve teže ostvariti uspešne izvozne performanse. Internacionalizacija putem izvoza zahteva pažljivu analizu inostranih tržišta i sopstvenih resursa, i na osnovu toga osmišljavanje najefektivnije marketing strategije.

## ***7. Izvozna konkurentnost preuzetih kompanija u Srbiji***

Nakon političkih promena i liberalizacije ekonomskih odnosa sa inostranstvom, Srbija je doživela snažan priliv SDI. Snažan priliv SDI je naročito zabeležen nakon 2004. godine, a posledica je ubrzane privatizacije i nekoliko većih *greenfield* projekata. U periodu od

---

<sup>363</sup> Leonidu Leonidas, Katsikeas Constantine, Samie Saeed, Marketing Strategy Determinants of Export Performance: A Meta Analysis, *Journal of Business Research*, Vol. 55, No. 1, 2002, str. 51 - 67

<sup>364</sup> Cavusgil Tamer, Zou Shaoming, Marketing Strategy Performance Relationship: An Investigation of the Empirical Link in Export Market Ventures, *Journal of Marketing*, Vol. 58, No. 1, 1994, str. 1 - 21

<sup>365</sup> Isto

2004. do 2010. godine po osnovu SDI u Srbiju je investirano oko 20 milijardi USD.<sup>366</sup> Međutim, sektorski raspored ukazuje da su SDI bile orijentisane ka zadovoljenju domaće tražnje i eventualnom korišćenju monopolskih i oligopolskih pozicija na tržištu. U ovom periodu 72% ukupne vrednosti SDI se odnosilo na ulaganja u finansijski sektor, trgovinu, nekretnine i telekomunikacije, sektore čije su usluge uglavnom teško razmenjive sa inostranstvom.<sup>367</sup>

U cilju utvrđivanja izvozne usmerenosti i konkurentnosti međunarodnih preuzimanja u Srbiji, vršili smo analizu izvoznih rezultata srpskih kompanija u periodu od 2005. godine do kraja trećeg kvartala 2011. godine. Neophodni podaci su dobijeni od AOFI (Agencija za osiguranje i finansiranje izvoza), a uzorak na kome je vršeno analiziranje je obuhvatao 50 najvećih izvoznika. U *Prilogu 1* na kraju ovog poglavlja se nalaze podaci o 50 najvećih izvoznika u periodu od 2005. do trećeg kvartala 2011. godine. Ovaj uzorak se može smatrati reprezentativnim, budući da se udeo 50 najvećih izvoznika u ukupnom izvozu Republike Srbije kretao u rasponu od 42.4% u toku 2009. godine do 56.6% u toku 2006. godine. Tabelom 3.6. su prikazani podaci o izvoznim tendencijama analiziranog uzorka i međunarodnih preuzimanja u periodu od 2005. godine do trećeg kvartala 2011. godine.

**Tabela 3.6. Izvozne performanse analiziranog uzorka<sup>368</sup>**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Ukupan izvoz u milionima EUR	2,886	3,510	4,586	5,209	4,153	7,045	5,875
Izvoz kompanija u uzorku u milionima EUR	1,600	1,986	2,151	2,428	1,761	3,161	2,534
Izvoz međunarodnih preuzimanja u uzorku u milionima EUR	686	925	1,270	1,434	941	1,716	929
Udeo uzorka u ukupnom izvozu	55.4%	56.6%	46.9%	46.6%	42.4%	44.9%	43.1%
Broj međunarodnih preuzimanja u uzorku	12	13	21	20	17	19	20
Udeo međunarodnih preuzimanja u ukupnom izvozu	23.8%	26.4%	27.7%	27.5%	22.7%	24.4%	15.8%
Udeo međunarodnih preuzimanja u izvozu uzorka	42.9%	46.6%	59.0%	59.1%	53.4%	54.3%	36.7%

*Izvor:* Na bazi podataka dobijenih od AOFI

Podaci iz tabele 3.6. ukazuju na to da je izvoz Srbije u periodu od 2005. do 2010. godine porastao za 144%, dok je izvoz uzorka od prvih 50 izvoznika porastao za 97%, a međunarodnih preuzimanja u uzorku čak za 249%. Ovakve tendencije su dovele do konstantnog smanjenja udela 50 najvećih izvoznika u ukupnom izvozu, usled

<sup>366</sup> [http://www.siepa.gov.rs/site/en/home/1/investing\\_in\\_serbia/strong\\_fdi\\_figures/](http://www.siepa.gov.rs/site/en/home/1/investing_in_serbia/strong_fdi_figures/)

<sup>367</sup> Isto

<sup>368</sup> Podaci za 2011. godinu obuhvataju samo prva tri kvartala zbog čega su dati samo informativno i nisu u potpunosti uporedivi sa podacima iz prethodnih perioda.

diversifikacije izvoza. Konstantno smanjenje udela najvećih 50 izvoznika u ukupnom izvozu se objašnjava i problemima koje je u posmatranom periodu imao *US Steel*, kao dominantan izvoznik u zemlji, ali i sve veća izvozna usmerenosti pojedinih SDI u vidu *greenfield* projekata. Rast vrednosti izvoza uz njegovu diversifikaciju se može smatrati pozitivnom tendencijom budući da se smanjuje zavisnost od izvoza pojedinih kompanija, naročito proizvođača sirovina koje su podložne potresima na robnim berzama.

Istovremeno, udeo međunarodnih preuzimanja u ukupnom izvozu je na kraju 2010. godine bio približno na nivou iz 2005. godine, ali osetno veći u izvozu 50 najvećih izvoznika. Nakon 2005. godine strane kompanije su preuzele neke od najvećih domaćih izvoznika (*Tigar Tyres*, *NIS*, *Hemofarm*, *Valjaonica Bakra Sevojno* i sl.) čime se objašnjava ovakva tendencija. Nepobitan zaključak ove analize je da međunarodna preuzimanja čine značajan procenat srpskog izvoza, ali da je broj međunarodnih preuzimanja koja su izvozno orijentisana relativno mali.

U ukupnom izvozu Srbije u posmatranom periodu se posebno izdvajala kompanija *US Steel* koja predstavlja preuzimanje imovine železare *Sartid*. Pošto je u pitanju pojedinačni izvoznik kod koga vrednost izvoza značajno odstupa od ostalih izvoznika, interesantno je pogledati iste kategorije izvoza ukoliko se iz analize isključi izvoz kompanije *US Steel*.

**Tabela 3.7. Izvozne performanse analiziranog uzorka (bez *US Steel* Serbia)**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Ukupan izvoz u milionima EUR	2,406	2,845	3,842	4,334	3,745	6,376	5,379
Izvoz kompanija u uzorku u milionima EUR	1,127	1,329	1,420	1,567	1,365	2,511	2,055
Izvoz međunarodnih preuzimanja u uzorku u milionima EUR	206	260	526	573	545	1,066	450
Udeo uzorka u ukupnom izvozu	46.8%	46.7%	37.0%	36.2%	36.5%	39.4%	38.2%
Broj međunarodnih preuzimanja u uzorku	11	12	20	20	17	19	20
Udeo međunarodnih preuzimanja u ukupnom izvozu	8.6%	9.2%	13.7%	13.2%	14.6%	16.7%	8.4%
Udeo međunarodnih preuzimanja u izvozu uzorka	18.3%	19.6%	37.0%	36.6%	39.9%	42.4%	21.9%

*Izvor:* Na bazi podataka dobijenih od AOFI

Isključivanjem podataka koji se odnose na *US Steel*, kompaniju čiji izvoz predstavlja ekstremnu vrednost, stvorili smo realniju osnovu za analizu. Može se zaključiti da je udeo uzorka u ovako revidiranom ukupnom izvozu i dalje relativno veliki, kretao se u rasponu od 36.2% do 46.8%. Sa druge strane, udeo međunarodnih preuzimanja u revidiranom ukupnom izvozu je bio relativno nizak, ali rastući. Na kraju 2005. godine ovaj udeo je iznosio svega 8.6%, da bi na kraju 2010. godine dostigao 16.7%. Slična situacija je prisutna

i kada se posmatra udeo međunarodnih preuzimanja u uzorku. Njihov udeo je sa 18.3% na kraju 2005. godine porastao na 42.4% na kraju 2010. godine. Porast je naročito izražen tokom 2007. godine, ali se to može objasniti između ostalog i preuzimanjem pojedinih do tada domaćih kompanija. Na bazi ovoga se može izvesti zaključak da je doprinos međunarodnih preuzimanja izvozu Republike Srbije relativno slab. Naime, radi se o relativno malom broju izvozno orijentisanih međunarodnih preuzimanja, a njihov udeo u izvozu je, iako rastući, i dalje na niskom nivou.

Ipak nisu sva međunarodna preuzimanja u prethodnom periodu bila podjednako uspešna u izvoznim aktivnostima. Jedan broj međunarodnih preuzimanja je beležio konstantan rast vrednosti izvoza dok su kod drugih preuzimanja prisutne oscilacije. Tabelom 3.8. su prikazane stope rasta izvoza, u periodu od 2006. do 2010. godine, na nivou Republike Srbije, uzorka prvih 50 izvoznika i međunarodnih preuzimanja koja su se u analiziranim godinama makar jedan put našla među prvih 50 izvoznika, a uvek bila među prvih 100.

**Tabela 3.8** *Stope rasta izvoza pojedinih međunarodnih preuzimanja*<sup>369</sup>

		2010	2009	2008	2007	2006
1	U.S. STEEL SERBIA, DOO, SMEDEREVO	64.17%	-53.43%	17.70%	11.89%	38.55%
2	TIGAR TYRES, DOO PIROT	1880.50%	-46.82%	-13.42%	-84.04%	14.91%
3	NIS, AD NOVI SAD	34.78%	11.14%	50.55%	31.27%	253.27%
4	IMPOL SEVAL, AD, SEVOJNO	283.80%	-56.45%	12.06%	33.26%	-35.09%
5	HEMOFARM, AD, VRŠAC	25.50%	-7.37%	28.86%	27.56%	-2.57%
6	FBC, AD, MAJDANPEK	111.47%	-47.30%	50.34%	46.17%	178.72%
7	VALJAONICA BAKRA SEVOJNO, AD	84.58%	27.94%	-0.47%	-20.77%	22.98%
8	APATINSKA PIVARA, DOO, APATIN	46.34%	0.64%	20.72%	44.28%	40.63%
9	HENKEL SRBIJA, DOO, BEOGRAD	5.62%	23.30%	-13.63%	160.28%	43.52%
10	MITAS, DOO, RUMA	42.41%	-39.47%	8.66%	5.63%	14.51%
11	CE-ZA-R, DOO, BEOGRAD	76.27%	-21.31%	-31.37%	208.01%	41.37%
12	FABRIKA ŠEĆERA, TE-TO SENTA, AD	-9.48%	33.77%	-7.48%	-25.82%	49.70%
13	DIJAMANT, AD, ZRENJANIN	-7.58%	-6.72%	8.74%	95.97%	16.62%
14	IMLEK, AD, PADINSKA SKELA	-6.64%	10.90%	30.55%	138.19%	56.47%
15	AD ŠTARK	2.26%	11.54%	22.63%	39.80%	22.94%
16	FABRIKA ŠEĆERA ŠAJKAŠKA, AD, ŽABALJ	38.06%	-49.16%	34.64%	30.00%	-29.09%
17	ŠEĆERANA CRVENKA, AD	9.86%	-10.97%	-1.71%	2.02%	12.00%
18	TARKETT, DOO BAČKA PALANKA	963.32%	-29.64%	-52.57%	-16.76%	-49.98%
	<b>Zbirna stopa rasta analiziranih kompanija</b>	<b>77.81%</b>	<b>-36.84%</b>	<b>15.71%</b>	<b>8.83%</b>	<b>23.87%</b>
	<b>Stopa rasta prvih 50 izvoznika</b>	<b>79.43%</b>	<b>-27.46%</b>	<b>12.88%</b>	<b>8.31%</b>	<b>24.17%</b>
	<b>Stopa rasta celokupnog izvoza</b>	<b>69.65%</b>	<b>-20.27%</b>	<b>13.58%</b>	<b>30.65%</b>	<b>21.65%</b>

*Izvor:* Na bazi podataka dobijenih od AOFI

<sup>369</sup> Zatajnjene su godine u kojima su pojedine kompanije bile u domaćem vlasništvu. Isti princip prikazivanja podataka je primenjen i kod tabela 3.10. i 3.9. Kompanija Mito je naslednik kompanije Ruma Guma koja je od 2003. godine dva puta preuzimana od strane inostranih investitora.

Podaci iz tabele 3.8. ukazuju na relativno nepravilno kretanja izvoza kod kompanija nastalih preuzimanjem. Stope rasta izvoza kod ovih kompanija bile su više od stope rasta celokupnog izvoza i izvoza prvih 50 kompanija samo tokom 2007. i 2008. godine, dok je tokom 2009. godine, kada je došlo do pada izvoza, pad u ovoj grupi kompanija bio relativno viši. Interesantno je primetiti da je u prvoj godini nakon preuzimanja kod kompanija Tigar, Centar za reciklažu i Valjaonica Bakra Sevojno došlo do snažnog povećanja izvoza. Kompanija Tarket iz Bačke Palanke je u 2010. godini doživela snažan rast izvoznih prihoda, što je jednim delom posledica rasta izvoza, ali i prepuštanja većeg dela izvoznih aktivnosti povezanim pravnih licima u prethodnom periodu. Tokom 2009. godine, kada je došlo do pada ukupne izvozne aktivnosti, jedan broj kompanija je uspeo da ostvari rast izvoza, što govori u prilog njihove konkurentnosti. Za dobijanje realnije slike po ovom pitanju smo iz dalje analize isključili *US Steel Serbia* kao izvoznika sa ekstremnom vrednošću izvoza. Tabelom 3.9. su prikazane stope rasta za navedenu grupu međunarodnih preuzimanja, stope rasta prvih 50 izvoznika i ukupnog izvoza.

**Tabela 3.9 Stope rasta izvoza pojedinih međunarodnih preuzimanja (bez US Steel Serbia)**

		2010	2009	2008	2007	2006
1	TIGAR TYRES, DOO PIROT	1880,50%	-46,82%	-13,42%	-84,04%	14,91%
2	NIS, AD NOVI SAD	34,78%	11,14%	50,55%	31,27%	253,27%
3	IMPOL SEVAL, AD, SEVOJNO	283,80%	-56,45%	12,06%	33,26%	-35,09%
4	HEMOFARM, AD, VRŠAC	25,50%	-7,37%	28,86%	27,56%	-2,57%
5	FBC, AD, MAJDANPEK	111,47%	-47,30%	50,34%	46,17%	178,72%
6	VALJAONICA BAKRA SEVOJNO, AD	84,58%	27,94%	-0,47%	-20,77%	22,98%
7	APATINSKA PIVARA, DOO, APATIN	46,34%	0,64%	20,72%	44,28%	40,63%
8	HENKEL SRBIJA, DOO, BEOGRAD	5,62%	23,30%	-13,63%	160,28%	43,52%
9	MITAS, DOO, RUMA	42,41%	-39,47%	8,66%	5,63%	14,51%
10	CE-ZA-R, DOO, BEOGRAD	76,27%	-21,31%	-31,37%	208,01%	41,37%
11	FABRIKA ŠEĆERA, TE-TO SENTA, AD	-9,48%	33,77%	-7,48%	-25,82%	49,70%
12	DIJAMANT, AD, ZRENJANIN	-7,58%	-6,72%	8,74%	95,97%	16,62%
13	IMLEK, AD, PADINSKA SKELA	-6,64%	10,90%	30,55%	138,19%	56,47%
14	AD ŠTARK	2,26%	11,54%	22,63%	39,80%	22,94%
15	FABRIKA ŠEĆERA ŠAJKAŠKA, AD, ŽABALJ	38,06%	-49,16%	34,64%	30,00%	-29,09%
16	SEĆERANA CRVENKA, AD	9,86%	-10,97%	-1,71%	2,02%	12,00%
17	TARKETT, DOO BAČKA PALANKA	963,32%	-29,64%	-52,57%	-16,76%	-49,98%
	<b>Zbirna stopa rasta analiziranih kompanija</b>	<b>88,70%</b>	<b>-11,73%</b>	<b>12,82%</b>	<b>4,67%</b>	<b>8,30%</b>
	<b>Stopa rasta prvih 50 izvoznika</b>	<b>83,87%</b>	<b>-12,88%</b>	<b>10,35%</b>	<b>6,85%</b>	<b>17,99%</b>
	<b>Stopa rasta celokupnog izvoza</b>	<b>70,27%</b>	<b>-13,59%</b>	<b>12,80%</b>	<b>35,03%</b>	<b>18,28%</b>

*Izvor:* Na bazi podataka dobijenih od AOFI

Podaci iz tabele 3.9. pokazuju da su tokom 2006. i 2007. godine stope rasta posmatrane grupacije međunarodnih preuzimanja bile niže nego stope rasta izvoza Republike Srbije korigovanog za izvoz *US Steel Serbia*. Stope rasta ove dve grupacije su



bile približno iste u 2008. godini, dok je pad izvoza međunarodnih preuzimanja bio za dva procentna poena veći tokom 2009. godine. Usled snažnog rasta izvoza kompanije Tarket u 2010. godini, stopa rasta grupacije međunarodnih preuzimanja je bila značajno veća nego stopa rasta izvoza Republike Srbije korigovanog za rezultate *US Steel Serbia*. Podaci ukazuju da je izvoz grupe međunarodnih preuzimanja rastao približno proseku najvećih izvoznika, odnosno celokupnog izvoza. Na osnovu ovoga se može izvući zaključak da su inostrani investitori unapredili izvoz kompanija, budući da su one beležile značajne stope rasta, ali da su te stope rasta bile uz određena odstupanja na nivou rasta izvoza celokupne privrede, odnosno najvećih izvoznika.

Za utvrđivanje izvozne motivisanosti međunarodnih preuzimanja bitno je utvrditi i udeo izvoznih prihoda u ukupnim poslovnim prihodima pojedinih međunarodnih preuzimanja. Udeo izvoznih prihoda je dobijen na osnovu odnosa između izvoznih prihoda u EUR prevedenih u RSD po srednjem kursu u toku poslovne godine i poslovnih prihoda iskazanih u zvaničnim finansijskim izveštajima.<sup>370</sup> Tabelom 3.10. je prikazan udeo izvoznih prihoda u ukupnim poslovnim prihodima pojedinih kompanija.

**Tabela 3.10 Udeo izvoznih prihoda u poslovnim prihodima međunarodnih preuzimanja**

		2010	2009	2008	2007
1	TARKETT, DOO BAČKA PALANKA	90.75%	11.89%	12.54%	30.39%
2	U.S. STEEL SERBIA, DOO, SMEDEREVO	85.34%	81.76%	82.90%	82.75%
3	IMPOL SEVAL, AD, SEVOJNO	84.96%	47.94%	63.24%	55.72%
4	MITAS, DOO, RUMA	82.04%	81.03%	85.97%	88.41%
5	FBC, AD, MAJDANPEK	75.21%	60.65%	73.68%	47.40%
6	TIGAR TYRES, DOO PIROT	74.42%	4.84%	8.67%	10.84%
7	VALJAONICA BAKRA SEVOJNO, AD	57.71%	41.94%	29.05%	30.37%
8	HEMOFARM, AD, VRŠAC	55.70%	42.56%	41.62%	37.87%
9	FABRIKA ŠEĆERA ŠAJKAŠKA, AD, ŽABALJ	43.05%	34.09%	59.89%	45.50%
10	CE-ZA-R, DOO, BEOGRAD	39.64%	39.47%	52.52%	84.34%
11	FABRIKA ŠEĆERA, TE-TO SENTA, AD	38.94%	46.35%	36.75%	36.30%
12	HENKEL SRBIJA, DOO, BEOGRAD	33.06%	33.31%	27.22%	32.46%
13	APATINSKA PIVARA, DOO, APATIN	31.55%	19.56%	17.74%	17.40%
14	ŠEĆERANA CRVENKA, AD	31.51%	28.15%	29.83%	30.88%
15	AD ŠTARK	29.54%	28.19%	21.90%	2.04%
16	DIJAMANT, AD, ZRENJANIN	13.68%	19.75%	15.49%	19.45%
17	IMLEK, AD, PADINSKA SKELA	9.06%	10.23%	7.59%	8.83%
18	NIS, AD NOVI SAD	8.66%	8.39%	4.58%	3.19%
	<b>Prosečni kurs EUR</b>	<b>102.9</b>	<b>93.9</b>	<b>81.4</b>	<b>79.98</b>

*Izvor:* Na bazi podataka dobijenih od AOFI i APR

<sup>370</sup> Podaci o srednjem kursu u toku poslovne godine su kursevi koje upotrebljava kompanija Comtrade za sastavljanje konsolidovanog finansijskog izveštaja. Finansijski izveštaji ove kompanije imaju pozitivno mišljenje međunarodne revizorske kuće KPMG. Podaci o poslovnim prihodima kompanija su analizirani na bazi objavljenih finansijskih izveštaja na sajtu APR.

Analizirajući podatke za 2010. godinu moguće je sve kompanije podeliti u tri grupe. U prvoj grupi su međunarodna preuzimanja kod kojih izvozni prihodi čine preko 50% poslovnih prihoda. Kod ovih preduzeća se može zaključiti da je izvozno unapređenje kompanije bio jedan od osnovnih motiva preuzimanja. U ovoj grupi preduzeća su naročito interesantni primeri kompanija Tigar Tyres, Hemofarm, Valjaonica bakra Sevojno i Tarket. U slučaju Tigar Tyresa je nakon preuzimanja došlo do ogromnog skoka udela izvoznih u poslovnim prihodima, sa manje od 5% na preko 74%, što se objašnjava usmeravanjem domaće proizvodnje ka inostranim tržištima. Hemofram koji je od strane *Stade* preuzet 2006. godine je postepeno podizao udeo izvoznih u poslovnim prihodima, da bi na kraju 2010. godine ovaj udeo iznosio skoro 56%. U slučaju Valjaonice bakra Sevojno je već nakon prve godine po preuzimanju došlo do rasta analiziranog udela za 17 procentnih poena. Značajan rast udela izvoznih u poslovnim prihodima kod kompanije Tarket je jednim delom posledica rasta izvoza ali dobrim delom i posledica preusmeravanja izvoza od povezanih pravnih lica ka matičnoj kompaniji.

Drugu grupu preuzimanja čine preuzimanja kod kojih je na kraju 2010. godine udeo izvoznih u poslovnim prihodima iznosio između 30% i 50%. To su kompanije kod kojih domaće tržište predstavlja dominantan izvor prihoda ali i inostrana tržišta čine značajan udeo. U ovoj grupaciji su interesantni slučajevi Soko Štarka, Apatinske Pivare i Centra za reciklažu. Već u prvoj godini nakon preuzimanja udeo izvoznih prihoda u poslovnim prihodima u Soko Štarku je osetno porastao, sa 2% na 22%, da bi se ta tendencija nastavila i do kraja 2010. godine kada je dostigla 30%. U ovom slučaju je inostrani investitor iskoristio dobru poziciju kompanije na domaćem tržištu i prepoznatljivost brenda, kao platformu za ekspanziju u regionu. Za očekivati je da u budućnosti sve veći procenat poslovnih prihoda potiče sa inostranih tržišta, pri čemu ni domaće tržište neće gubiti na značaju. U Apatinskoj pivari se udeo izvoznih u poslovnim prihodima postepeno povećavao do 2009. godine, da bi tokom 2010. godine ovaj udeo naglo narastao na skoro 32%. Ovakav trend se objašnjava saturacijom domaćeg tržišta i oštrom konkurencijom, zbog čega kompanije nove poslovne prilike traže na inostranim tržištima, prvenstveno onim u regionu. U budućnosti je realno očekivati da će se udeo inostranih u poslovnim prihodima ove kompanije povećavati usled ograničenog rasta domaćeg tržišta i oštre konkurencije.

Totalno suprotna situacija je u slučaju kompanije Centar za reciklažu. Udeo izvoznih u poslovnim prihodima je opao sa 84% u 2007. godine na 40% u 2010. godini. Objašnjenje za ovaj trend se nalazi u uspostavljenoj saradnji sa domaćim železarama koje su preuzimale reciklirani metal, a koji se u prethodnom periodu u vidu starog gvožđa izvezio. Ovakav poslovni potez je ekonomski racionalan, a dalje kretanje izvoza će zavisiti od poslovne saradnje sa domaćim železarama.

Poslednju grupu kompanija čine one kod kojih je udeo izvoznih prihoda u poslovnim prihodima bio manji od 30%, i kod kojih je opsluživanje domaćeg tržišta dominantan motiv preuzimanja, dok su izvozne aktivnosti komplementarne. U ovoj grupaciji se izdvajao NIS a.d. koji je postepeno povećavao udeo izvoznih u ukupnim poslovnim prihodima. Interesantno je primetiti da je već u prvoj godini nakon preuzimanja udeo inostranih u poslovnim prihodima skoro udvostručen, a da je trend rasta, istina blagog, nastavljen i tokom 2010. godine. Strategija poslovanja NIS u narednom periodu podrazumeva snažno širenje poslovnih aktivnosti na zemlje regiona, zbog čega se očekuje da vrednost ovog udela raste.

Prethodna analiza je pokazala da je u periodu od 2005. do 2010. godine svega 18 kompanija koje su preuzeli strani investitori bilo makar jednom na listi najvećih 50 i uvek među prvih 100 izvoznika u Srbiji. To govori o malom broju preuzimanja koja značajno doprinose izvozu Republike Srbije. Takođe smo videli da je stopa rasta izvoza kod ovih kompanija bila na nivou proseka, a u pojedinim godinama čak i manja od stope rasta prvih 50 izvoznika ili celokupnog izvoza. Konačno, utvrdili smo da je izvozna motivisanost kod nekih od ovih kompanija relativno niska, i da poslovne prilike nastoje da pronađu prvenstveno na domaćem tržištu, a da se inostrana tržišta tretiraju kao sekundarna.

## Konkurentski i finansijski efekti međunarodnih preuzimanja u Srbiji

### Prilog 1a: Izvoz najvećih 50 izvoznika u 000 EUR u 2010. i 2011. godini

	NAZIV KOMPANIJE	PRVA TRI KVARTALA 2011	NAZIV KOMPANIJE	2010. GODINA
1	U.S. STEEL SERBIA, DOO, SMEDEREVO	496,414	U.S. STEEL SERBIA, DOO, SMEDEREVO	669,132
2	HIP - PETROHEMIJA, AD, PANČEVO	208,486	HIP - PETROHEMIJA, AD, PANČEVO	215,697
3	TIGAR TYRES, DOO PIROT	146,201	TIGAR TYRES, DOO PIROT	151,540
4	NIS, AD NOVI SAD	115,951	NIS, AD NOVI SAD	142,852
5	TARKETT, DOO BAČKA PALANKA	90,351	HEMOFARM, AD, VRŠAC	113,899
6	IMPOL SEVAL, AD, SEVOJNO	81,431	TARKETT, DOO BAČKA PALANKA	103,367
7	HEMOFARM, AD, VRŠAC	75,438	IMPOL SEVAL, AD, SEVOJNO	90,973
8	TETRA PAK PRODUCTION, DOO, BEOGRAD	67,180	SUNOKO, DOO, NOVI SAD	85,705
9	FBC, AD, MAJDANPEK	61,960	TETRA PAK PRODUCTION, DOO, BEOGRAD	75,199
10	VICTORIAOIL, AD, ŠID	54,034	JUGOIMPORT - SDPR, JP, BEOGRAD	67,164
11	BALL PAKOVANJA EVROPA, DOO, BEOGRAD	50,664	VICTORIAOIL, AD, ŠID	65,508
12	VALJAONICA BAKRA SEVOJNO, AD	46,194	VALJAONICA BAKRA SEVOJNO, AD	52,932
13	APATINSKA PIVARA, DOO, APATIN	38,587	FBC, AD, MAJDANPEK	52,094
14	RTB INVEST, DOO, BOR	36,827	BALL PAKOVANJA EVROPA, DOO, BEOGRAD	51,646
15	VALY, DOO	36,368	METANOLSKO-SIRCETNI KOMPLEKS, AD	49,776
16	JUGOIMPORT - SDPR, JP, BEOGRAD	36,001	GORENJE, DOO, VALJEVO	49,478
17	NOVOMETAL, DOO, NOVI SAD	35,791	BUDAPEST - ENERGY TRADING, DOO	48,627
18	FABRIKA AKUMULATORA SOMBOR	34,920	RTB INVEST, DOO, BOR	46,565
19	GORENJE, DOO, VALJEVO	34,547	SWISSLION GROUP, DOO, NOVI SAD	46,240
20	JP EPS, BEOGRAD	34,320	APATINSKA PIVARA, DOO, APATIN	45,194
21	LIVNICA KIKINDA AI, DOO	33,304	JP EPS, BEOGRAD	44,223
22	SOJAPROTEIN, AD, BEČEJ	33,142	LIVNICA KIKINDA AI, DOO	42,938
23	MK COMMERCE, DOO, BEOGRAD	32,534	VALY, DOO	42,670
24	TF KABLE FKZ, DOO, ZAJEČAR	32,203	FABRIKA AKUMULATORA SOMBOR	41,641
25	EATON ELECTRIC, DOO, SREMSKA MITROVICA	32,027	MK COMMERCE, DOO, BEOGRAD	40,732
26	SIRMIUM STEEL, DOO, SREMSKA MITROVICA	31,769	EATON ELECTRIC, DOO, SREMSKA MITROVICA	40,649
27	VICTORIA LOGISTIC, DOO, NOVI SAD	31,525	TF KABLE FKZ, DOO, ZAJEČAR	39,465
28	SUNOKO, DOO, NOVI SAD	29,114	HENKEL SRBIJA, DOO, BEOGRAD	39,417
29	HENKEL SRBIJA, DOO, BEOGRAD	27,190	STEEL - IMPEX, DOO, BAČKA PALANKA	37,936
30	RTB BOR GRUPA, DOO	27,101	PRVI PARTIZAN, AD, UŽICE	33,580
31	MITAS, DOO, RUMA	26,722	FIAT AUTOMOBILI SRBIJA, DOO, KRAGUJEVAC	32,896
32	ENERGY FINANCING TEAM, DOO, BEOGRAD	26,023	MOSKOMERC, DOO, BEOGRAD	31,968
33	UMKA, AD	25,708	CT COMPUTERS, DOO, BEOGRAD	31,340
34	YURA CORPORATION, DOO, RAČA	25,401	VICTORIA LOGISTIC, DOO, NOVI SAD	31,231
35	ELIXIR GROUP, DOO, ŠABAC	23,945	NARODNI MUZEJ U BEOGRADU	31,092
36	LBK LIVNICA, DOO, KIKINDA	23,772	SOJAPROTEIN, AD, BEČEJ	29,765
37	AGROTRADING, DOO, NOVI SAD	23,252	UMKA, AD	29,592
38	FIAT AUTOMOBILI SRBIJA, DOO, KRAGUJEVAC	23,088	YU POINT, DOO	29,420
39	KONCERN FARMAKOM M.B., ŠABAC	22,934	LBK LIVNICA, DOO, KIKINDA	29,350
40	CARLSBERG SRBIJA, DOO, ČELAREVO	22,538	ENERGY FINANCING TEAM, DOO, BEOGRAD	27,326
41	FRESENIUS MEDICAL CARE SRBIJA, VRŠAC	21,475	MITAS, DOO, RUMA	25,982
42	CE-ZA-R, DOO, BEOGRAD	20,760	SIMPO, AD, VRANJE	25,781
43	GOŠA FOM, AD, SMEDEREVSKA PALANKA	20,672	CE-ZA-R, DOO, BEOGRAD	25,210
44	ŠEĆERANA CRVENKA, AD	20,435	FABRIKA ŠEĆERA, TE-TO SENTA, AD	23,447
45	SWISSLION GROUP, DOO, NOVI SAD	20,226	AGROTRADING, DOO, NOVI SAD	23,162
46	KOTEKS VISCOFAN, DOO, NOVI SAD	20,052	ŠEĆERANA CRVENKA, AD	22,443
47	DELTA SPORT, DOO, BEOGRAD	19,837	JAT AIRWAYS, AD, BEOGRAD	21,716
48	MOSKOMERC, DOO, BEOGRAD	19,795	CARLSBERG SRBIJA, DOO, ČELAREVO	21,381
49	SIMPO, AD, VRANJE	18,105	DIJAMANT, AD, ZRENJANIN	20,525
50	PRVI PARTIZAN, AD, UŽICE	17,641	GOŠA FŠV, DOO, SMEDEREVSKA PALANKA	20,187

## *Konkurentski i finansijski efekti međunarodnih preuzimanja u Srbiji*

### *Prilog 1b: Izvoz najvećih 50 izvoznika u 000 EUR u 2009. i 2008. godini*

	NAZIV KOMPANIJE	2009. GODINA	NAZIV KOMPANIJE	2008. GODINA
1	U.S. STEEL SERBIA, DOO, SMEDEREVO	407,578	U.S. STEEL SERBIA, DOO, SMEDEREVO	875,244
2	NIS, AD NOVI SAD	105,988	HIP - PETROHEMIJA, AD, PANČEVO	204,933
3	HIP - PETROHEMIJA, AD, PANČEVO	102,483	HEMOFARM, AD, VRŠAC	97,978
4	HEMOFARM, AD, VRŠAC	90,756	NIS, AD NOVI SAD	95,365
5	JUGOIMPORT - SDPR, JP, BEOGRAD	52,949	AD MSK KIKINDA	84,625
6	SUNOKO, DOO, NOVI SAD	43,777	IMPOL SEVAL, AD, SEVOJNO	54,433
7	JP EPS, BEOGRAD	40,804	VICTORIAOIL, AD, ŠID	50,045
8	VICTORIAOIL, AD, ŠID	40,768	SUNOKO, DOO, NOVI SAD	48,329
9	LIVNICA KIKINDA AI, DOO	39,447	JP EPS, BEOGRAD	47,424
10	HENKEL SRBIJA, DOO, BEOGRAD	37,320	FBC, AD, MAJDANPEK	46,742
11	APATINSKA PIVARA, DOO, APATIN	30,883	SWISSLION GROUP, DOO, NOVI SAD	37,894
12	VALJAONICA BAKRA SEVOJNO, AD	28,676	LIVNICA KIKINDA AI, DOO	37,009
13	ENERGY FINANCING TEAM, DOO, BEOGRAD	27,471	APATINSKA PIVARA, DOO, APATIN	30,686
14	MK COMMERCE, DOO, BEOGRAD	27,452	HENKEL SRBIJA, DOO, BEOGRAD	30,267
15	TETRA PAK PRODUCTION, DOO, BEOGRAD	27,196	MITAS, DOO, RUMA	30,139
16	EATON ELECTRIC, DOO, SREMSKA MITROVICA	25,909	HIP AZOTARA, PANČEVO	27,042
17	FABRIKA ŠEĆERA, TE-TO SENTA, AD	25,902	DIJAMANT, AD, ZRENJANIN	23,807
18	BALL PAKOVANJA EVROPA, DOO, BEOGRAD	25,111	EATON ELECTRIC, DOO, SREMSKA MITROVICA	23,727
19	FBC, AD, MAJDANPEK	24,634	FABRIKA ŠEĆERA ŠAJKAŠKA, AD, ŽABALJ	23,693
20	SWISSLION GROUP, DOO, NOVI SAD	23,856	ŠEĆERANA CRVENKA, AD	22,945
21	IMPOL SEVAL, AD, SEVOJNO	23,703	VALJAONICA BAKRA SEVOJNO, AD	22,414
22	YU POINT, DOO	22,611	TRAYAL KORPORACIJA, AD, KRUŠEVAC	22,273
23	VICTORIA GROUP, AD, NOVI SAD	22,438	ALFA PLAM, AD	22,237
24	DIJAMANT, AD, ZRENJANIN	22,207	BALL PAKOVANJA EVROPA, DOO, BEOGRAD	22,087
25	UMKA, AD	21,446	SIMPO, AD, VRANJE	21,967
26	PRVI PARTIZAN, AD, UŽICE	20,955	JUGOIMPORT - SDPR, JP, BEOGRAD	21,770
27	BUDAPEST - ENERGY TRADING, DOO	20,869	UMKA, AD	19,983
28	IMLEK, AD, PADINSKA SKELA	20,831	TARKETT SEE, DOO, BAČKA PALANKA	19,707
29	ŠEĆERANA CRVENKA, AD	20,428	FABRIKA ŠEĆERA, TE-TO SENTA, AD	19,363
30	SWISSLION, DOO, BEOGRAD	20,063	MK COMMERCE, DOO, BEOGRAD	19,175
31	SIMPO, AD, VRANJE	19,452	IMLEK, AD, PADINSKA SKELA	18,784
32	RTB INVEST, DOO, BOR	19,091	PEŠTAN, DOO, BUKOVIK	18,546
33	MITAS, DOO, RUMA	18,245	CINOS DOO, BEOGRAD	18,176
34	DELTA AGRAR, DOO, BEOGRAD	18,177	TETRA PAK PRODUCTION, DOO, BEOGRAD	17,852
35	ALFA PLAM, AD	17,691	PRVI PARTIZAN, AD, UŽICE	17,504
36	LBK LIVNICA, DOO, KIKINDA	17,551	AZOTARA D.O.O. SUBOTICA,	17,056
37	AD ŠTARK	17,504	PIONIR, DOO, BEOGRAD	16,777
38	SOJAPROTEIN, AD, BEČEJ	17,375	LUKOIL SRBIJA, AD, BEOGRAD	16,341
39	VINO ŽUPA, AD, ALEKSANDROVAC	17,092	SOJAPROTEIN, AD, BEČEJ	15,973
40	AGROTRADING, DOO, NOVI SAD	16,954	KONCERN BAMBI BANAT, AD, BEOGRAD	15,828
41	PIONIR, DOO, BEOGRAD	16,785	AD ŠTARK	15,693
42	TRS SWISS PRODUCTION, DOO, NOVI SAD	14,998	INSTITUT ZA RATARSTVO I POVRTARSTVO,	15,490
43	RUDNAP GROUP, AD, BEOGRAD	14,462	RTB INVEST, DOO, BOR	15,354
44	CE-ZA-R, DOO, BEOGRAD	14,302	ENERGY FINANCING TEAM, DOO, BEOGRAD	15,327
45	PEŠTAN, DOO, BUKOVIK	13,812	TF KABLE FKZ, DOO, ZAJEČAR	15,263
46	COCA-COLA, HBC, DOO, SRBIJA	13,254	HIPOL, AD, ODŽACI	15,209
47	STEEL - IMPEX, DOO, BAČKA PALANKA	12,978	ECOTEQ, DOO MAGLAJSKA 32, BEOGRAD	15,155
48	JT INTERNATIONAL, AD, SENTA	12,653	NOVKABEL, AD, NOVI SAD	14,929
49	TARKETT SEE, DOO, BAČKA PALANKA	12,453	COCA-COLA, HBC, DOO, SRBIJA	14,893
50	EZPADA, DOO, BEOGRAD	12,114	VINO ŽUPA, AD, ALEKSANDROVAC	14,802

*Prilog 1c: Izvoz najvećih 50 izvoznika u 000 EUR u 2007. i 2006. godini*

	NAZIV KOMPANIJE	2007. GODINA	NAZIV KOMPANIJE	2006. GODINA
1	U.S. STEEL SERBIA, DOO, SMEDEREVO	743,599	U.S. STEEL SERBIA, DOO, SMEDEREVO	664,566
2	HIP - PETROHEMIJA, AD, PANČEVO	216,519	HIP - PETROHEMIJA, AD, PANČEVO	207,245
3	AD MSK KIKINDA	79,635	TIGAR TYRES	104,122
4	HEMOFARM, AD, VRŠAC	76,032	AD MSK KIKINDA	63,613
5	NIS, AD NOVI SAD	63,345	SUNOKO, DOO, NOVI SAD	63,582
6	SUNOKO, DOO, NOVI SAD	59,749	HEMOFARM, AD, VRŠAC	59,604
7	IMPOL SEVAL, AD, SEVOJNO	48,576	NIS, AD NOVI SAD	48,256
8	JP EPS, BEOGRAD	44,172	JP EPS, BEOGRAD	44,282
9	HENKEL SRBIJA, DOO, BEOGRAD	35,044	TETRA PAK PRODUCTION, DOO, BEOGRAD	41,222
10	FBC, AD, MAJDANPEK	31,091	IMPOL SEVAL, AD, SEVOJNO	36,453
11	TARKETT, DOO BAČKA PALANKA	29,130	TARKETT, DOO BAČKA PALANKA	34,995
12	HIP AZOTARA, PANČEVO	28,952	VALJAONICA BAKRA SEVOJNO, AD	28,424
13	MITAS, DOO, RUMA	27,738	FABRIKA ŠEĆERA, TE-TO SENTA, AD	28,213
14	CINOS DOO, BEOGRAD	26,484	LK, AD, KIKINDA	26,762
15	TRAYAL KORPORACIJA, AD, KRUŠEVAC	26,327	MITAS, DOO, RUMA	26,260
16	BALL PAKOVANJA EVROPA, DOO, BEOGRAD	26,082	TRAYAL KORPORACIJA, AD, KRUŠEVAC	26,095
17	APATINSKA PIVARA, DOO, APATIN	25,419	BOMEX EXPORT IMPORT, DOO, BEOGRAD	23,604
18	UMKA, AD	23,786	ŠEĆERANA CRVENKA, AD	22,882
19	ŠEĆERANA CRVENKA, AD	23,346	SOJAPROTEIN, AD, BEČEJ	22,269
20	LIVNICA KIKINDA AI, DOO	23,267	FBC, AD, MAJDANPEK	21,270
21	VALJAONICA BAKRA SEVOJNO, AD	22,519	YU POINT, DOO	19,970
22	DIJAMANT, AD, ZRENJANIN	21,894	ALFA PLAM, AD	19,826
23	FABRIKA ŠEĆERA, TE-TO SENTA, AD	20,928	MK COMMERCE, DOO, BEOGRAD	19,211
24	PRVI PARTIZAN, AD, UŽICE	20,694	APATINSKA PIVARA, DOO, APATIN	17,617
25	MK COMMERCE, DOO, BEOGRAD	20,631	RTB BOR GRUPA	17,271
26	SIMPO, AD, VRANJE	20,372	ATB SEVER, DOO, SUBOTICA	17,098
27	ALFA PLAM, AD	19,120	UMKA, AD	16,852
28	FABRIKA ŠEĆERA ŠAJKAŠKA, AD, ŽABALJ	17,597	RTB INVEST, DOO, BOR	16,741
29	KONCERN BAMBI BANAT, AD, BEOGRAD	17,121	BALL PAKOVANJA EVROPA, DOO, BEOGRAD	16,467
30	ATB SEVER, DOO, SUBOTICA	16,982	LBK LIVNICA, KIKINDA	15,241
31	TIGAR TYRES	16,619	DELTA AGRAR, DOO, BEOGRAD	14,618
32	LUKOIL SRBIJA, AD, BEOGRAD	16,545	SIMPO, AD, VRANJE	13,773
33	RTB INVEST, DOO, BOR	16,344	FABRIKA ŠEĆERA ŠAJKAŠKA, AD, ŽABALJ	13,536
34	HIPOL, AD, ODŽACI	16,086	HENKEL SRBIJA, DOO, BEOGRAD	13,464
35	TARKETT SEE, DOO, BAČKA PALANKA	16,077	PRVI PARTIZAN, AD, UŽICE	12,470
36	NOVKABEL, AD, NOVI SAD	16,009	SWISSLION GROUP, DOO, NOVI SAD	12,333
37	TF KABLE FKZ, DOO, ZAJEČAR	15,928	TARKETT SEE, DOO, BAČKA PALANKA	11,336
38	SWISSLION GROUP, DOO, NOVI SAD	15,670	PODGORINA FRUCHT	11,204
39	PHILIP MORISS OPERATIONS, AD, NIŠ	15,241	DIJAMANT, AD, ZRENJANIN	11,172
40	COCA-COLA, HBC, DOO, SRBIJA	14,861	ALLTECH SRBIJA, SENTA	10,534
41	TETRA PAK PRODUCTION, DOO, BEOGRAD	14,423	HIPOL, AD, ODŽACI	10,050
42	IMLEK, AD, PADINSKA SKELA	14,388	HOLDING KABLOVI AD, JAGODINA	9,676
43	VITAL, AD, VRBAS	14,223	NOVKABEL, AD, NOVI SAD	9,589
44	ABS MINEL-TRAFO, AD, MLADENOVAC	13,906	METALAC POSUĐE, AD, GORNJI MILANOVAC	9,564
45	PODGORINA FRUCHT	13,698	GRANEXPORT, PANČEVO	9,169
46	YU POINT, DOO	13,494	AD ŠTARK	9,154
47	PEŠTAN, DOO, BUKOVIK	13,323	PEŠTAN, DOO, BUKOVIK	9,095
48	VICTORIAOIL, AD, ŠID	12,814	ABS MINEL-TRAFO, AD, MLADENOVAC	9,004
49	AD ŠTARK	12,798	CINOS DOO, BEOGRAD	8,599
50	MELTAL, DOO, RUMA	12,654	GALENICA, AD, BATAJNICA	7,804

*Prilog 1d: Izvoz najvećih 50 izvoznika u 000 EUR u 2005. godini*

	NAZIV KOMPANIJE	2005. GODINA		NAZIV KOMPANIJE	2005. GODINA
1	U.S. STEEL SERBIA, DOO, SMEDEREVO	479,673	26	SIMPO, AD, VRANJE	13,022
2	HIP - PETROHEMIJA, AD, PANČEVO	163,406	27	APATINSKA PIVARA, DOO, APATIN	12,528
3	TIGAR TYRES	90,614	28	GOŠA FOM, AD, SMEDEREVSKA PALANKA	12,445
4	TARKETT, DOO BAČKA PALANKA	69,963	29	HIPOL, AD, ODŽACI	12,180
5	HEMOFARM, AD, VRŠAC	61,177	30	SUNOKO, DOO, NOVI SAD	11,244
6	IMPOL SEVAL, AD, SEVOJNO	56,160	31	ALLTECH SRBIJA, SENTA	11,037
7	AD MSK KIKINDA	52,515	32	LBK LIVNICA, KIKINDA	10,901
8	TETRA PAK PRODUCTION, DOO, BEOGRAD	42,497	33	INSTITUT ZA RATARSTVO I POVRTARSTVO	10,437
9	MK COMMERCE, DOO, BEOGRAD	35,889	34	SINTELON, DOO, BAČKA PALANKA	10,195
10	TRAYAL KORPORACIJA, AD, KRUŠEVAC	27,742	35	HOLDING KABLOVI AD, JAGODINA	10,165
11	VALJAONICA BAKRA SEVOJNO, AD	23,112	36	GRANEXPORT, PANČEVO	10,133
12	MITAS, DOO, RUMA	22,933	37	BOMEX EXPORT IMPORT, DOO, BEOGRAD	9,641
13	JP EPS, BEOGRAD	22,630	38	DIJAMANT, AD, ZRENJANIN	9,579
14	ŠEĆERANA CRVENKA, AD	20,430	39	TARKETT SEE, DOO, BAČKA PALANKA	9,536
15	LK, AD, KIKINDA	19,768	40	PEŠTAN, DOO, BUKOVIK	9,469
16	SOJAPROTEIN, AD, BEČEJ	19,090	41	NIS, AD NOVI SAD	9,459
17	FABRIKA ŠEĆERA ŠAJKAŠKA, AD, ŽABALJ	19,089	42	HENKEL SRBIJA, DOO, BEOGRAD	9,381
18	FABRIKA ŠEĆERA, TE-TO SENTA, AD	18,846	43	MB NAMENSKA, AD LUČANI	9,221
19	YU POINT, DOO	18,251	44	PRVI PARTIZAN, AD, UŽICE	8,722
20	ALFA PLAM, AD	17,568	45	GALENKA, AD, BATAJNICA	8,701
21	DELTA M, DOO, BEOGRAD	15,679	46	SECERANA - JEDINSTVO, KOVAČICA	8,585
22	RTB INVEST, DOO, BOR	14,495	47	BAČKA A.D.	7,728
23	UMKA, AD	14,358	48	FBC, AD, MAJDANPEK	7,632
24	NAFTNA INDUSTRIJA	13,660	49	HIP AZOTARA, PANČEVO	7,519
25	JP ELEKTROPRIVREDA SRBIJE	13,074	50	AD ŠTARK	7,446

***FINANSIJSKI EFEKTI  
MEĐUNARODNIH PREUZIMANJA U  
SRBIJI***



#### ***IV Finansijski efekti međunarodnih preuzimanja u Srbiji***

Razmatranje svrhe odnosno misije kompanije predmet je širokih polemika u ekonomskoj teoriji. Na jednom polu nalaze se stavovi koji osnovni cilj kompanije vide u zadovoljenju interesa vlasnika, dok se na drugom polu nalaze stavovi po kojima je suština kompanije u zadovoljenju interesa svih stejkholdera. Poslednjih godina došlo je do postepenog približavanja ova dva stava. Sazrevanje stava da na stvaranje vrednosti za vlasnike utiče i stepen zadovoljenja interesa ostalih stejkholdera uticalo je i na razvijanje novih merila performansi kompanija. Nova merila performansi se danas ne baziraju samo na finansijskim pokazateljima već nastoje da kvantifikuju stepen ostvarenja različitih strategijskih ciljeva.

U tom kontekstu bi trebalo posmatrati i međunarodna preuzimanja. Međunarodna preuzimanja predstavljaju instrument za ostvarenje strategijskih ciljeva kompanija. U nastavku teksta detaljno će biti analizirane finansijske performanse, za koje su prevashodno zainteresovani vlasnici, ali i uticaj međunarodnih preuzimanja na nivo zaposlenosti i realne zarade, koji predstavljaju interes radnika. Baza međunarodnih preuzimanja napravljena je na osnovu informacija dobijenih od strane Agencije za privatizaciju, SIEPE, proveravanjem podataka o najvećim izvoznicima u periodu od 2005. do 2011. godine, ličnim saznanjima i pretraživanjem Interneta. Na ovaj način se došlo do podataka o 110 međunarodnih preuzimanja. Iz baze su zatim isključena preuzimanja nakon 2009. godine (suviše kratak period za analizu) i pre 2000. godine (preduzeće je suviše dugo u stranom vlasništvu), preuzimanja iz stečaja i kupovina imovine (ne postoji osnova za poređenje kroz vreme), preuzimanja koja su okončana time što je preuzeto pravno lice pripojeno matičnom, preuzimanja koja su se okončala stečajem (četiri slučaja) ili raskidom ugovora o privatizaciji (jedan slučaj) i preuzimanja malih pravnih lica (dva slučaja). Na ovaj način je dobijen uzorak od 78 reprezentativnih preuzimanja velikih i srednjih preduzeća koja imaju kontinuitet poslovanja najmanje u periodu od 2006. do 2011. godine, a skoro sva i duže.

Finansijska analiza obuhvata analizu likvidnosti, solventnosti, efikasnosti upravljanja imovinom i rentabilnosti. Svaki segment finansijske analize se prati kroz vreme, u 2003.

godini i u periodu od 2006. do 2011. godine<sup>371</sup>, i upoređivanjem sa prosečnim vrednostima finansijskih pokazatelja 100 kompanija koje su ostvarile najveću neto dobit u datoj godini<sup>372</sup>. Na ovaj način se dobija potpuna slika finansijskih performansi preuzetih kompanija prateći njihov razvoj kroz vreme i poredeći ih sa kompanijama koje su ostvarile najveću neto dobit. Analiza ostvarenja ciljeva za koje su zainteresovani zaposleni sastoji se iz analize zaposlenosti, produktivnosti i realnih bruto zarada. Kao i u slučaju finansijske analize pratila su se ostvarenja kroz vreme, u 2003. godini i u periodu od 2006. do 2011. godine. U prilogima na kraju poglavlja su podaci korišćeni u analizi, a boldovani podaci predstavljaju godine u kojima se kompanija nalazi u stranom vlasništvu.

### ***1. Uloga i značaj merenja performansi preduzeća u savremenim uslovima poslovanja***

U ekonomskoj teoriji postoji više pristupa koji pokušavaju da identifikuju ciljnu funkciju preduzeća. Danas su u ekonomskoj teoriji veoma aktuelna dva pristupa koji po pitanju ciljne funkcije imaju suprotna gledišta. Na jednoj strani se nalazi tzv. angloamerički pristup koji kao glavne ciljeve korporacije ističe zadovoljenje interesa vlasnika, dok se na suprotnoj strani nalaze kontinentalne teorije koje smatraju da je ciljna funkcija preduzeća da funkcioniše u interesu svih stejkholdera.<sup>373</sup> Anglosaksonski pristup ističe da su vlasnici glavna interesna grupa u okviru kompanije i da je ciljna funkcija kompanije da zadovoljava njihove interese. Ovaj pristup polazi od pretpostavki da su finansijska tržišta savršeno efikasna a investitori ekonomski racionalni. Investitori će prodavati vlasništva u kompanijama koje ne zadovoljavaju njihove interese. Istovremeno se polazi od pretpostavke da su ciljevi vlasnika u koliziji sa interesima ostalih stejkholdera. Na kritici delovanja kompanije u cilju vlasnika, a na štetu ostalih interesnih grupa, nastao je kontinentalni ili stejkholder pristup. Pristup stejkholdera ističe neophodnost da se u određenom stepenu zadovolje ciljevi i interesi svih grupa zainteresovanih za funkcionisanje

---

<sup>371</sup> U 2003. godini je najveći broj kompanija iz uzorka i dalje bio u domaćem vlasništvu ili su prešle u strano vlasništvo neznatno pre toga, čime je omogućena analiza finansijskih pokazatelja pre ili odmah nakon preuzimanja sa finansijskim pokazateljima u periodu od 2006. do 2011. godine.

<sup>372</sup> Prosek finansijskih pokazatelja za 100 kompanija koje su u datoj godini ostvarile najveću neto dobit smatra se **referentnom vrednošću** koja je upoređivana sa finansijskim pokazateljem za svaku kompaniju u uzorku.

<sup>373</sup> Todorović Miroslav, 2010, *Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 3

preduzeća u dugom roku.<sup>374</sup> Međutim, definisanje ciljne funkcije preduzeća kao povećanje “blagostanja” svih interesnih grupa uprkos etičkoj superiornosti ne može imati veliku praktičnu primenu. Naime, interesi ostalih stejkholdera su često konfuzni, ne mogu se adekvatno kvantifikovati i međusobno su suprotstavljeni čime ne nude nikakvu smernicu menadžmentu kako identifikovati i kvantifikovati ciljeve, koje aktivnosti sprovodi u cilju njihovog ostvarenja, i koja merila performansi primenjivati. Posmatranje kompanije na ovaj način je, iako široko prihvaćeno, krajnje pogrešno. Interesi stejkholdera nisu ciljevi kojima bi kompanije trebalo da teže već su pre u pitanju ograničenja koja stoje pred kompanijom. Ukoliko kompanija ne obezbedi podršku za svoje poslovanje od strane aktivnih stejkholdera (vlasnici, zaposleni, kupci i dobavljači) kompanija će biti “isključena iz posla”.<sup>375</sup> Kompanija mora stejkholderima da obezbedi određeni nivo vrednosti jer će u suprotnom stejkholderi potražiti kompaniju koja može da ispuni njihova očekivanja.

Svest o tome da teorijski koncepti koji su navedeni ne mogu biti adekvatni u današnjim uslovima globalizacije, dovela je do postepenog približavanja ova dva modela. Po novoj koncepciji koja uvažava stavove oba modela, korporacija prema stejkholderima ima finansijsku i strategijsku odgovornost.<sup>376</sup> Finansijska odgovornost se odnosi na interese prema vlasnicima, dok se strategijska odgovornost odnosi na interese prema ostalim stejkholderima. Uloga kompanije je da adekvatno balansira finansijskom i strategijskom odgovornošću, pri čemu je finansijska odgovornost preduslov strategijske odgovornosti. Ovo je u skladu sa pojedinim stavovima koji tvrde da je opravdano svako ulaganje u zadovoljenje interesa ostalih stejkholdera ukoliko će ono doprineti višoj vrednosti za vlasnike kompanije.<sup>377</sup> Na ovaj način se ističe da interesi vlasnika i ostalih stejkholdera ne moraju biti suprotstavljeni, a da kreiranje vrednosti za stejkholdere može biti ostvareno samo ukoliko aktivnosti kompanija doprinose stvaranju vrednosti za vlasnike.

---

<sup>374</sup> Pešalj Biljana, 2006, *Merenje performansi preduzeća: Tradicionalni i savremeni koncepti*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 9

<sup>375</sup> Campbell Andrew, Alexander Marcus, What’s Wrong with Strategy?, *Harvard Business Review*, Vol. 76, No. 6, November – December, 1997, str. 42-51

<sup>376</sup> Kaličanin Đorđe, 2006, *Menadžment vrednosti preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 5

<sup>377</sup> Jensen Michael, Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function, *Business Ethics Quarterly*, Vol. 12, No. 2, 2002, str. 235 - 256

Teorijski razmatrana ciljna funkcija preduzeća predstavlja osnovu za definisanje misije i vizije kompanije. Na bazi misije i vizije kompanija definiše ciljeve koje želi da ostvari. Ciljevi su sastavni deo procesa planiranja i kontrole. Analizom stanja (internog i eksternog okruženja) kompanija definiše ciljeve kojima stremi, a posledica su ambicija planera. Nezavisno od ambicija planera ciljevi moraju biti realni, što se utvrđuje njihovim upoređivanjem sa šansama i opasnostima.<sup>378</sup> Definisanjem ciljeva se vizija kompanije transformiše u performanse koje se nastoje ostvariti. Da bi imali realnu svrhu, ciljevi kompanije moraju biti kvantifikovani, moraju se postaviti vremenska ograničenja za njihovo ostvarenje i utvrditi način na koji će se ostvariti.<sup>379</sup> Ciljevi kompanije mogu biti finansijski i strateški, kao i merila performansi, a kompanija na dugi rok mora da doprinese ostvarenju obe vrste ciljeva uz mogućnost da balansira u korist jednih ili drugih u kratkom roku. Definisani ciljevi su promenljiva kategorija, a u njihovom postavljanju učestvuje top menadžment i niži nivoi upravljanja. Hijerarhijski pristup polazi od stava da top menadžment usled širine uvida u poslovanje kompanije ima glavnu ulogu u definisanju ciljeva, dok holistički polazi od stava da niži nivoi moraju da definišu sopstvene ciljeve dok top menadžment proverava njihovu usklađenost sa misijom i vizijom.

Postavljeni ciljevi predstavljaju osnovu za definisanje strategije kompanije i merila performansi. Uloga merila performansi je veoma bitna u procesu planiranja, kontrole i sistemu motivisanja i nagrađivanja. Sistem merila performansi u suštini predstavlja instrument menadžmenta koji bi trebalo da obezbedi neophodne informacije za definisanje i revidiranje ciljeva i strategije kompanije. Pored toga, merila performansi bi trebalo da daju odgovor na pitanje da li su ciljevi ostvareni i u kom stepenu, koji su uzroci realizacije ciljeva i ko je za to odgovoran. Na ovaj način se merila performansi koriste kao instrument ex post kontrole. Pored ex post kontrole merila performansi se mogu koristiti i kao instrument u definisanju ex ante kontrole koja nastoji da anticipira odstupanja, način njihovog otklanjanja i neophodne resurse za njihovo otklanjanje.<sup>380</sup>

---

<sup>378</sup> Đuričin Dragan, Janošević Stevo, Kaličanin Đorđe, *Menadžment i strategija*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 66

<sup>379</sup> Thompson Arthur and Strickland, 2003, *Strategic Management Concept and Cases*, McGraw Hill Irwin, str. 42

<sup>380</sup> Đuričin Dragan, Janošević Stevo, Kaličanin Đorđe, *Menadžment i strategija*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 142

Prethodna razmatranja su pokazala da u svom poslovanju kompanije prilikom definisanja ciljeva moraju dati primat interesima vlasnika, ali da u određenoj meri moraju dapoštiju i interese ostalih stejkholdera. Sistem merenja performansi u okviru kompanije mora da balansira između interesa stejkholdera, da efekti njegove primene budu veći od troškova, i konačno da obezbedi direktnu vezu između aktivnosti menadžmenta i zaposlenih sa jedne strane i ostvarenih rezultata sa druge.<sup>381</sup> Ove kriterijume zadovoljava sistem *Usklađene liste ciljeva* koji obuhvata finansijske i nefinansijske ciljeve i njihova merila. Iako je u početku nastao kao sistem za planiranje ciljeva i merenje performansi, on je ubrzo prerastao svoju svrhu i postao menadžment alat.

Autori *Usklađene liste ciljeva* su *Robert Kaplan* i *David Norton*. *Usklađena lista ciljeva* je nastala na bazi zaključka da finansijska merila performansi nisu dovoljna za kreiranje poslovne strategije i njenu implementaciju. Naime, finansijska merila su samo pokazatelj prošlih performansi i krajnji cilj. Da bi se stvorila vrednost za vlasnike, a time i za ostale stejkholdere, neophodno je razumeti i merila koja signaliziraju ponašanja koja vode ka stvaranju vrednosti pre nego što rezultati postanu vidljivi u finansijskim izveštajima.<sup>382</sup> Odgovor na ovu dilemu pokušava da da *Usklađena lista ciljeva*.

Prema *Usklađenoj listi ciljeva* merila performansi i ciljevi proističu iz vizije i strategije preduzeća. Na ovaj način se vrši kombinovanje ciljeva i merila iz finansijske i nefinansijske perspektive sa namerom da se izuzev tzv. indikatora kašnjenja u proces uključe i vodeći indikatori. Ciljevi kompanije i merila preko kojih će se pratiti stepen njihovog ostvarenja se definišu putem četiri perspektive, koje daju odgovor na pitanja:<sup>383</sup>

- Finansijske perspektive (Kako se kompanija odnosi prema vlasnicima?)
- Perspektive kupaca (Kako kupci vide kompaniju?)
- Perspektive internih procesa (U čemu bi trebalo biti savršen?)
- Perspektive učenja i razvoja (Može li kompanija da se unapređuje i stvara vrednost?)

---

<sup>381</sup> Kaličanin Đorđe, 2006, *Menadžment vrednosti preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 43

<sup>382</sup> Milovanović Angelina, 2008, *Kompenzacione sheme za menadžere na bazi vrednovanja performansi*, magistarski rad, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 121

<sup>383</sup> Kaplan Robert, Norton David, *The Balanced Scorecard – Measures That Drive Performance*, *Harvard Business Review*, Vol. 70, No. 1, January February 1992, str. 71 - 79

Prvi korak u okviru primene *Usklađene liste ciljeva* je definisanje finansijskih ciljeva. Kompanije obično biraju jedan ili manji broj finansijskih merila pomoću kojih se utvrđuje stepen stvaranja vrednosti za vlasnike. Autori ističu da u okviru finansijske perspektive kompanija definiše dugoročne ciljeve na nivou poslovne jedinice. Finansijske ciljeve kompanija može ostvariti putem povećanja prihoda (strategija rasta) i unapređenjem produktivnosti (strategija produktivnosti).<sup>384</sup> Povećanje prihoda kompanija može ostvariti razvojem novih proizvoda i tržišta, kao i povećanjem vrednosti za postojeće kupce. Unapređenje produktivnosti se može ostvariti promenom strukture troškova i boljim korišćenjem imovine. Odabir i implementacija strategije zavisice od faze životnog ciklusa preduzeća. „Mlada“ preduzeća će akcenat staviti na strategiju rasta, dok će preduzeća na kraju životnog ciklusa insistirati na produktivnosti, budući da je prostor za rast prihoda ograničen. Preduzeća koja se nalaze u sredini životnog ciklusa će kombinovati ove dve strategije.<sup>385</sup>

Perspektiva kupaca predstavlja osnovu poslovne strategije. U okviru ove perspektive kompanija definiše ciljne segmente i vrednost koju nudi kupcima. Ova perspektiva pokazuje u kom stepenu je kompanija uspeła da zadovolji potrebe kupaca kao veoma bitnih stejkholdera. Stepem zadovoljenja kupaca se utvrđuje na bazi više merila među kojima se izdvajaju: lojalnost kupaca, udeo na tržištu, preuzimanje novih kupaca, udeo u nabavkama kupaca i sl. Kompanija se diferencira u odnosu na konkurente primenjujući jednu od četiri strategije: najniži troškovi, proizvodno liderstvo, kompletna rešenja za kupca i vezivanje kupaca.<sup>386</sup> U okviru prve strategije kompanije nastoje da nude proizvode prihvatljivog kvaliteta u pravo vreme i po niskim cenama. Preduzeća koja primenjuju strategiju proizvodnih inovacija su tržišni i tehnološki pioniri koji nude proizvode po premijumskim cenama. Primenom strategije kompletnih rešenja kompanije nastoje da kreiraju dugoročne odnose sa potrošačima putem kompletne ponude, posleprodajnih usluga i sl. Strategija vezivanja kupaca se zasniva na podizanju troškova prelaska za kupce kod konkurenata. U

---

<sup>384</sup> Kaplan Robert, Norton David, Linking The Balanced Scorecard to Strategy, *California Management Review*, Vol. 39, No. 1, 1996, str. 53 - 79

<sup>385</sup> Isto

<sup>386</sup> Kaplan Robert, Norton David, Strategy Maps, *Strategic Finance*, Vol. 89, No. 3, 2004, str. 27-35

idealnoj varijanti ove kompanije podižu svoj proizvod na nivo standarda grane, čime grade lidersku poziciju.

Nakon utvrđivanja jasne finansijske i perspektive kupaca kompanija mora da pristupi definisanju internih procesa i mera koje će doprineti kreiranju vrednosti za kupce i unapređenju produktivnosti. Interna perspektiva obuhvata četiri procesa: inovacioni procesi, procesi upravljanja kupcima, operativni procesi i procesi u vezi sa društveno odgovornim ponašanjem.<sup>387</sup> Inovacioni procesi su usmereni na otkrivanje mogućnosti razvoja novih proizvoda i usluga, upravljanje portfoliom istraživanja i razvoja, upravljanje dizajnom proizvoda i usluga, i lansiranje novih proizvoda i usluga na tržište. Karakteristična merila za ovaj proces su broj komercijalizovanih proizvoda i usluga u jednom periodu, broj neuspelih inovacija i sl. Procesi upravljanja kupcima imaju za cilj produbljanje odnosa sa kupcima, a obuhvataju: selekciju ciljnih kupaca, pridobijanje kupaca, njihovo zadržavanje i povećanje obima aktivnosti po jednom kupcu.<sup>388</sup> Operativni procesi su usmereni na upravljanje lancem snabdevanja u okviru kompanije. Postavljanju ciljeva i merila u ovoj fazi bi trebalo pristupiti veoma pažljivo jer se unapređenje u okviru ovih procesa može pozitivno odraziti na produktivnost, a npr. negativno na zadovoljstvo kupaca. Konačno, putem procesa koji se odnose na društveno odgovorno ponašanje kompanije nastoje da u skladu sa mogućnostima zadovolje i interese ostalih stejkholdera. Ovi procesi su naročito značajni u slučaju kompanija koje posluju u visokoregulisanim granama ili je njihovo poslovanje stalno predmet preispitivanja od strane javnosti.

Perspektiva učenja i razvoja predstavlja bazu svake *Usklađene liste ciljeva*. Ovom perspektivom se definišu tri tipa nematerijalne aktive koji su neophodni za realizaciju strategije:<sup>389</sup> ljudski kapital, informacioni kapital i organizacioni kapital. U okviru ove perspektive menadžment utvrđuje neophodan ljudski kapital, tehnologiju i organizacionu kulturu da bi se odgovorilo na interne procese definisane u prethodnoj fazi.

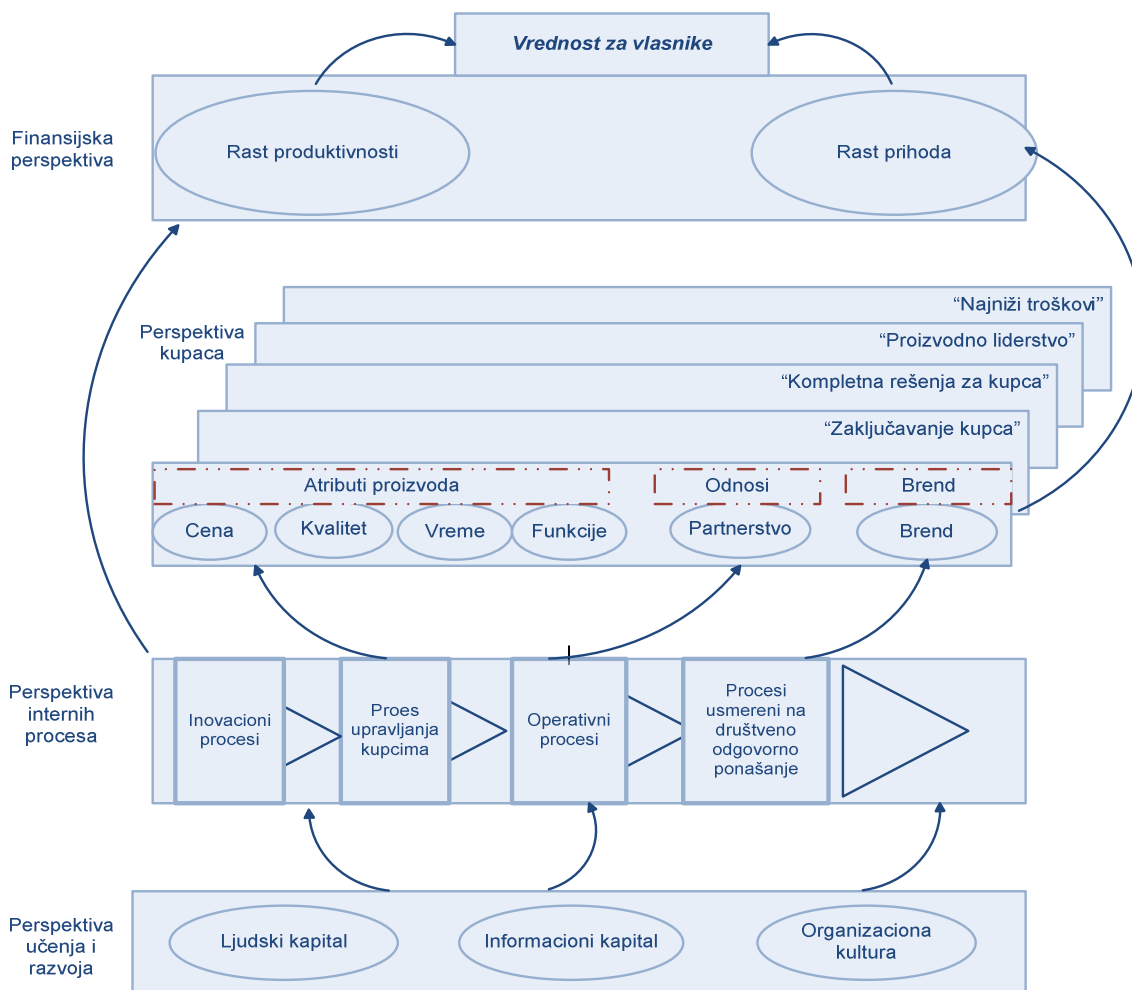
---

<sup>387</sup> Kaplan Robert, Norton David, Having Trouble with Your Strategy? Than Map it, *Harvard Business Review*, Vol. 78, No. 5, September – October, 2000, str. 167-176

<sup>388</sup> Kaličanin Đorđe, 2006, *Menadžment vrednosti preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 350

<sup>389</sup> Kaplan Robert, Norton David, Transforming Balanced Scorecard from Performance Measurement to Strategic Management, *Accounting Horizons*, Vol. 15, No. 1, 2001, str. 87-104

**Grafikon 4.1. Grafički prikaz Usklađene liste ciljeva**



**Izvor:** Prilagođeno na osnovu Kaplan Robert, Norton David, Transforming Balanced Scorecard from Performance Measurement to Strategic Management, *Accounting Horizons*, Vol. 15, No. 1, 2001, str. 87-104

Prethodno objašnjeno merilo performansi je, mada široko prihvaćeno u teoriji i praksi, naišlo na kritike. Prva kritika koju pojedini autori navode je da izloženi model merenja performansi usled svoje složenosti ne omogućava da se adekvatno prati stepen ostvarenja ciljeva. Kritičari ističu da svaka perspektiva ima pet do šest merila, često neuporedivih, pri čemu nije dat relativan značaj svakog od merila, čime menadžment nema jasan cilj kome treba da stremi.<sup>390</sup> Poseban nedostatak primene ovog sistema merila se odnosi na

<sup>390</sup> Jensen Michael, Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function, *Business Ethics Quarterly*, Vol. 12, No. 2, 2002, str. 235 - 256



nemogućnost upoređivanja sa najboljom praksom kod ostalih kompanija niti sa interno postavljenim standardima, jer ne postoji standardizovan proces.<sup>391</sup> Naime, kompanija ne poseduje interno utvrđene standarde performansi niti postoje standardi performansi kod ostalih kompanija (eksterno utvrđeni). I pored kritika na račun *Usklađene liste ciljeva*, ona je doživela široku primenu i popularnost među kompanijama. Današnji trend je da *Usklađena lista ciljeva* sve više postaje instrument menadžmenta umesto merilo performansi.

## **2. Tradicionalni i savremeni sistemi merenja finansijskih performansi preduzeća**

Prethodni deo teksta ukazao je na značaj i svu kompleksnost definisanja jedinstvenog sistema merenja performansi preduzeća. Izloženi model *Usklađene liste ciljeva* kao krajnju ističe finansijsku perspektivu koja bi trebalo da odslika stepen zadovoljenja ciljeva vlasnika. Isticanje finansijske perspektive u prvi plan je u skladu sa teorijskim pristupom preduzeću koji kao ciljnu funkciju preduzeća navodi zadovoljenje interesa vlasnika. U teoriji i praksi se razvio veliki broj finansijskih merila, koja se mogu klasifikovati po različitim kriterijumima. U teoriji je široko prihvaćeno klasifikovanje finansijskih merila performansi na tradicionalna, koja su usmerena na računovodstveni dobitak i prinose, i savremena, koja su usmerena na novčane tokove i stvaranje vrednosti.<sup>392</sup> Ovu podelu bi ipak trebalo shvatiti krajnje uslovno jer se pojedina vrednosna merila baziraju na računovodstvenom dobitku.

Tradicionalni sistemi merenja finansijskih performansi se u osnovi baziraju na računovodstvenom dobitku i na njemu zasnovanim merilima. Računovodstveni dobitak predstavlja ishod poslovnih aktivnosti preduzeća u određenom periodu, a dobija se sučeljavanjem pripadajućih prihoda i rashoda perioda. Pošto apsolutni iznos računovodstvenog dobitka nema puni analitički značaj za menadžment i investitore, u praksi se vrednost računovodstvenog dobitka ukršta sa podacima sa finansijskih tržišta. Najčešće se koriste tri pokazatelja:

---

<sup>391</sup> Pešalj Biljana, 2006, *Merenje performansi preduzeća: Tradicionalni i savremeni koncepti*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 9

<sup>392</sup> Todorović Miroslav, 2010, *Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 49

$$\text{Dobitak po akciji (earnings per share – EPS)} = \frac{\text{Neto dobitak}}{\text{Broj postojećih akcija}} \quad \text{formula 4.1.}$$

$$\text{Racio plaćanja dividendi (pay out ratio)} = \frac{\text{Dividende}}{\text{Dobitak po akciji}} \quad \text{formula 4.2.}$$

$$\text{Racio cena akcije / dobitak po akciji (price to EPS)} \quad \text{formula 4.3.}$$

Podaci o zaradi po akciji su od ogromnog značaja za investitore, zbog čega je po međunarodnim računovodstvenim standardima obaveza svake kompanije listirane na berzi da ovaj podatak objavljuje u okviru bilansa uspeha, dok je za kompanije koje nisu listirane na berzi to samo preporuka.<sup>393</sup> Sa druge strane odnos isplaćenih dividendi i dobitka po akciji ukazuje na dividendnu politiku kompanija, što je od značaja za sadašnje i buduće akcionare kompanije. U praksi, finansijski analitičari veliku pažnju poklanjaju odnosu tržišne cene akcija i dobitku po akciji. Pravilo koje važi na finansijskim tržištima je da što je veća vrednost ovog racia, to su akcije prihvatljivije za investitore. Veća vrednost ovog racia govori o uverenju investitora u rast i prosperitet kompanije zbog čega su spremni da danas investiraju u zamenu za više prinose u budućnosti. Ipak treba biti oprezan prilikom analize ovog pokazatelja i ne donositi generalne zaključke jer postoje sektori koji tradicionalno imaju niske stope prinosa, kao i neizvesnost u pogledu ostvarivanja dobitka u budućnosti.

Finansijski pokazatelji zasnovani na računovodstvenom dobitku su predmet brojnih kritika i preispitivanja. Nedostatci koji se u literaturi najčešće navode su sledeći: 1. Diskrecija u primeni računovodstvenih politika 2. Kratkoročna orijentisanost 3. Vrednovanje nematerijalne aktive 4. Neprimenjivanje vremenske vrednosti novca i zanemarivanje troškova kapitala 5. Neadekvatnost prilikom donošenja odluke o preuzimanjima.

- *Diskrecija u primeni računovodstvenih politika.* Menadžment kompanije ima diskreciono pravo, uz određena ograničenja, da primenjuje računovodstvene politike. Ovo se naročito odnosi na vrednovanje zaliha (FIFO, LIFO, po planskim, prosečnim cenama i sl.), stope amortizacije, vrednovanje određenih rezervisanja i

---

<sup>393</sup> Malinić Dejan, Milićević Vlade, Stevanović Nikola, 2012, *Upravljačko računovodstvo*, Ekonomski fakultet Beograd, str. 129

sl.<sup>394</sup> Na ovaj način menadžment kompanije utiče na realnost finansijskih izveštaja. „Prilagođavanje“ finansijskih izveštaja se često upotrebljava kako bi se uticalo na vrednost bonusa, troškove zaduživanja, zaobilaženje antimonopolske regulative, cenu prilikom preuzimanja i sl.

- *Kratkoročna orijentisanost.* Većina računovodstvenih pristupa je kratkoročno orijentisana, jer se najčešće dugoročne investicije tretiraju kao trošak perioda. Ovo se naročito odnosi na ulaganja u istraživanje i razvoj. Ukoliko se koristi koncept računovodstva uspešnih napora onda se samo ona ulaganja koja dovode do rezultata kapitališu, dok ostala imaju tretman troškova perioda, što dovodi do radikalnog smanjenja vrednosti aktive i precenjivanja stope prinosa na investicije.<sup>395</sup>
- *Vrednovanje nematerijalne aktive.* Kritičari računovodstvenih merila performansi ističu da računovodstveni sistem nije u stanju da adekvatno vrednuje nematerijalnu imovinu preduzeća, koja u modernim uslovima poslovanja postaje dominantni izvor konkurentске prednosti. Nematerijalna imovina, kao što su odnos sa kupcima, odnosi sa zaposlenima, reputacija i sl., je posledica višegodišnjeg investiranja ali se zbog teškoće kvantifikacije ne iskazuje u bilansima stanja.<sup>396</sup> Ovaj problem je prepoznat u praksi pa se danas velika pažnja poklanja vrednovanju nematerijalne aktive, sa posebnim akcentom na vrednovanje i amortizaciju *goodwill* koji nastaje u procesu preuzimanja.
- *Neprimenjivanje vremenske vrednosti novca i zanemarivanje troškova kapitala.* Računovodstvena merila performansi ne uzimaju u obzir vremensku vrednost novca, odnosno vremensku dimenziju i rizike koji po tom osnovu proističu. Usko povezano sa ovim nedostatkom je i zanemarivanje troškova kapitala prilikom obračuna računovodstvenog dobitka i na njemu zasnovanih merila.

---

<sup>394</sup> Rappaport Alfred, 1998, *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*, The Free Press, str. 15.

<sup>395</sup> Stewart III G. Bennett. 2003, How to Fix Accounting - Measure and Report Economic Profit, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 15, No. 3, 2003, str. 63-82.

<sup>396</sup> Barney B. Jay, 1996, *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*, Addison Wesley Publishing Company, str. 42

- *Neadekvatnost prilikom donošenja odluke o preuzimanjima.* Za donošenje odluke o preuzimanju, pri čemu se finansiranje vrši razmenom akcija, razmatra se ratio cena akcije/dobitak po akciji. Kad god je ratio cena akcije/dobitak po akciji preduzeća koje kupuje veće od istog racia preduzeća koje se prodaje, dobitak po akciji će rasti. U suprotnom odnosu, dobitak po akciji opada. Međutim, u oba slučaja ovo merilo nam ne govori ništa o potencijalu novostvorenog entiteta za stvaranje vrednosti u narednom periodu.<sup>397</sup>

Pored navedenih pokazatelja na bazi računovodstvenog dobitka, u praksi su veliku primenu našli prinosni pokazatelji. Ovi pokazatelji izuzev računovodstvenog dobitka razmatraju efikasnost upravljanja imovinom i finansijsku strukturu preduzeća.<sup>398</sup> Dva najčešće korišćena prinosna pokazatelja su prinos na ukupnu investiciju (imovinu) i prinos na kapital. Pokazatelji se mogu prikazati formulama 4.4. i 4.5.

$$\text{Prinos na investicije (ROI)} = \frac{\text{Neto dobitak}}{\text{Poslovni prihodi}} * \frac{\text{Poslovni prihodi}}{\text{Prosečna imovina}} * 100 \quad \text{formula 4.4.}$$

$$\text{Prinos na kapital (ROE)} = \frac{\text{Prosečna pasiva}}{\text{Prosečni kapital}} * \text{ROI} \quad \text{formula 4.5.}$$

Prinos na investicije pokazuje koliko novčanih jedinica neto dobiti generiše 100 novčanih jedinica investiranih u imovinu kompanije. Ovaj pokazatelj se dobija kao proizvod neto profitne marže, koja ukazuje na profitabilnost kompanije, i racia obrta imovine, koji ukazuje na efikasnost upravljanja imovinom. Stopa prinosa na investicije izuzev već navedenih nedostataka merila performansi baziranih na računovodstvenom dobitku, ima još nekoliko većih nedostataka. Rast preduzeća usled povećanja investicione osnove može doprineti smanjenju stope prinosa na investicije čime se šalje pogrešna poruka menadžmentu. Pored toga, stopa prinosa na investicije ne uzima u obzir gotovinske tokove. Istovremeno, primena strategije „žetve“ može dati pogrešne procene o prinosu na investicije jer ova stopa ne uzima u obzir rezidualnu vrednost projekta, koja može dostići i do 50% tržišne vrednosti preduzeća. Konačno, zaduživanje iznad visine optimalne cene

---

<sup>397</sup> Milovanović Angelina, 2008, *Kompenzacione sheme za menadžere na bazi vrednovanja performansi, magistarski rad*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 48

<sup>398</sup> Fraser Lyn, Ormiston Aileen, 2010, *Understanding Financial Statements*, Pearson Education, str. 211

kapitala, kombinacija duga i sopstvenog kapitala, može dovesti do toga da raste vrednost prinosa na investicije iako se smanjuje vrednost za akcionare.<sup>399</sup> Stopa prinosa na kapital se dobija kao proizvod stope prinosa na investicije i finansijskog leveridža. Usled toga, ona se izuzev navedenih nedostataka stope prinosa na investicije karakteriše još jednim nedostatkom. Povećanje stope prinosa na sopstveni kapital se može ostvariti povećanjem finansijskog leveridža, uz istu neto profitnu maržu i koeficijent obrta imovine, što se usled rasta rizika može odraziti na smanjenje vrednosti za vlasnike. U praksi su poznati primeri manipulisanja finansijskim leveridžima od strane menadžmenta koji su doveli do propadanja kompanija.<sup>400</sup>

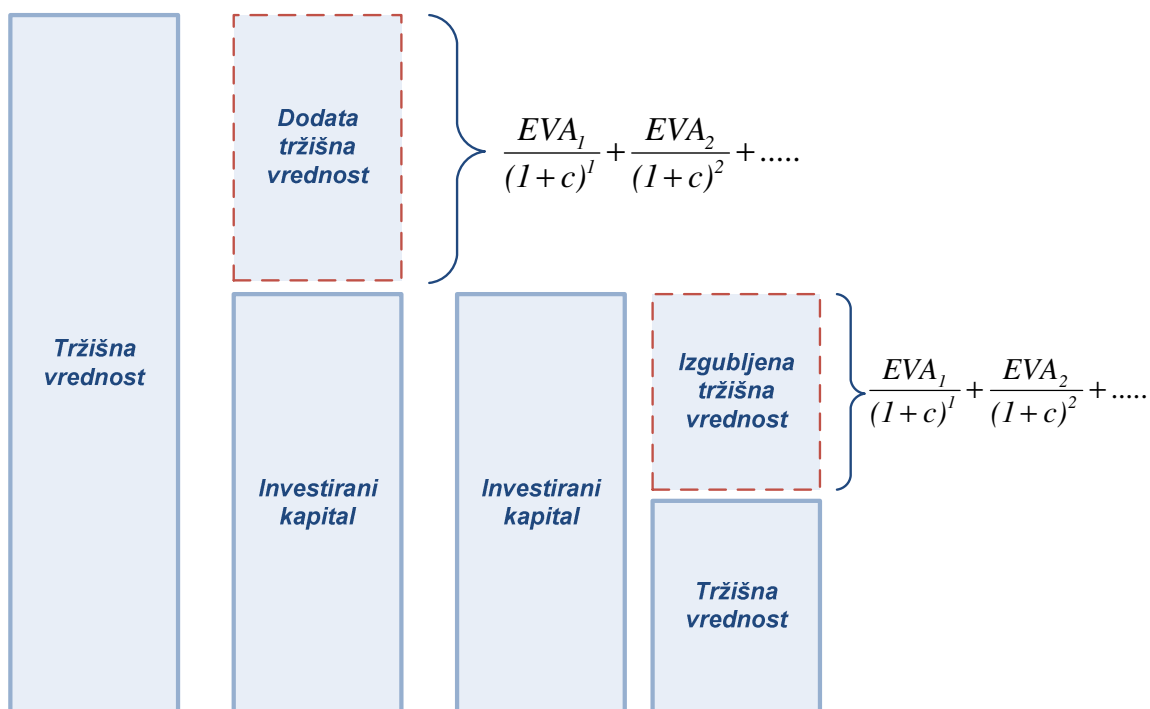
Na osnovu kritika računovodstvenih pokazatelja, nastala su merila performansi bazirana na vrednosti. Tokom vremena razvio se širok dijapazon merila performansi na bazi vrednosti. U praksi su najširu primenu našla dva pokazatelja koje je razvila konsultantska kuća *Stern Stewart & Co.* Jedno od tih merila, dodata tržišna vrednost (*market value added – MVA*) je po svojoj prirodi ekstereno merilo, dok je dodata ekonomska vrednost (*economic value added – EVA*) interno merilo performansi. Odnos MVA i EVA se najlakše može pratiti putem grafikona 4.2.

---

<sup>399</sup> Rappaport Alfred, 1998, *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*, The Free Press, str. 29

<sup>400</sup> U periodu pre krize investiciona banka *Lehman Brothers* je agresivno povećavala finansijski leveridž, tako da je u trenutku proglašenja bankrota iznosio 30.7

**Grafikon 4.2. Odnos MVA i EVA**



*Izvor:* Kaličanin Đorđe, 2006, *Menadžment vrednosti preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 93

Sa grafikona 4.2. se može videti da dodata tržišna vrednost predstavlja razliku koja postoji između tržišne vrednosti kompanije i investiranog kapitala (sopstvenog i pozajmljenog). Kompanija je stvorila vrednost samo ukoliko je u jednom periodu uspela da tržišnu vrednost kompanije dovede do nivoa koji je veći od nivoa investiranog kapitala (sopstveni kapital, dugoročne obaveze i kratkoročne obaveze na koje se plaća kamata). Može se izvesti zaključak da kompanija stvara vrednost za investitore samo u slučaju ako investira u projekte čiji je prinos veći od prosečne cene kapitala. Na ovaj način se dolazi do zaključka da MVA predstavlja zbir neto sadašnje vrednosti svih budućih EVA, kao internog merila baziranog na vrednosti. EVA se može obračunavati na nivou kompanije ali i na nivou stratejskih poslovnih jedinica. Ono što je bitno je da se obračun EVA vrši uz prilagođavanje finansijskih izveštaja, kako bi se otklonili već navedeni nedostaci

računovodstvenih podataka. Uočeno je preko 150 mogućih korekcija, ali se u praksi preporučuje primena maksimalno 15 korekcija.<sup>401</sup> Obračun EVA se vrši po formuli 4.6.

Neto poslovni prihodi

- Poslovni rashodi

= **Poslovni dobitak (EBIT- Earnings before interest and taxes)**

- Porezi

= **Neto poslovni dobitak posle oporezivanja (NOPAT)**

- Trošak kapitala (investirani kapital\*prosečna cena kapitala)

= **Dodata ekonomska vrednost (EVA)**

*formula 4.6.*

Na bazi formule 4.6. se može videti da EVA predstavlja razliku između neto poslovnog dobitka posle oporezivanja i troškova investiranog kapitala. Na ovaj način dolazimo do drugog načina obračuna EVA, putem prinosa stopa. Drugi pristup polazi prvo od obračuna prinosa na neto imovinu (*Return on net assets – RONA*) što se može iskazati formulom 4.7.

$$RONA = \frac{NOPAT}{Neto\ Aktiva^*}$$

*formula 4.7.*

\*Neto aktiva predstavlja celokupnu imovinu preduzeća umanjenu za obaveze na koje se ne plaća kamata (obaveze prema dobavljačima, po osnovu zarada i sl.).

Kada je RONA veća od prosečne cene angažovanog kapitala tada je EVA pozitivna. To se najbolje vidi iz formule 4.8.

$$EVA = (RONA - \text{prosečna cena kapitala}) * \text{Investirani kapital}$$

*formula 4.8.*

Formula 4.8. je relativno analitična i pruža mnogo više informacija nego prethodna. Iz formule 4.8. se može zaključiti da se vrednost stvara u sledećim slučajevima:<sup>402</sup>

---

<sup>401</sup> Al Ehrbar, Stewart III, Bennett G., The EVA Revolution, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 12, No. 2, 1999, str. 19-31

<sup>402</sup> Young David, O'Byrne, 2001, *EVA and Value Based Management: A Practical Guide to Implementation*, McGraw Hill, str. 70

- Ukoliko se povećava profitabilnost poslovnih operacija, odnosno ukoliko se uvećava NOPAT uz isti nivo investiranog kapitala i prosečne cene kapitala.
- Ulaganjem u projekte za koje se očekuje da je cena kapitala niža od stope prinosa na neto imovinu.
- Dezinvestiranjem iz aktivnosti kod kojih je cena kapitala viša od RONA
- Produžavanjem perioda trajanja projekta u kome je cena kapitala niža od RONA
- Snižavanjem cene kapitala

Analitičnost EVA i njena veza sa stvaranjem vrednosti za vlasnike predstavlja jednu od njenih najvećih prednosti u odnosu na tradicionalna merila performansi. U praksi je postala široko prihvaćena kao merilo performansi, naročito se intenzivno primenjuje u sistemu kompenzacija menadžmenta. Primena EVA nije dala podjednako dobre rezultate u svim kompanijama, zbog čega je predmet pojedinih kritika. Apsolutni iznos EVA i njen nestandardni obračun, usled različitih prilagođavanja računovodstvenih podataka, dovode to toga da nivo generisane EVA ne može poslužiti za komparaciju sa konkurentima. Prilagođavanja u obračunu EVA su izuzetno spori i skupi procesi, skopčani sa dosta subjektivizma, a često nejasni operativnom nivou menadžmenta.<sup>403</sup> Pojedini autori upućuju na bojazan da bi menadžeri koji se nagrađuju na osnovu EVA mogli da odustanu od investicija u rast koje u kratkom roku smanjuju prinose i ugrožavaju njihovo lično bogatstvo, a dugoročno su isplative i okrenu se „izmuzavanju“ vrednosti iz postojeće aktive.<sup>404</sup> Česta je kritika da EVA ne uzima u obzir inflaciju zbog čega je ostvarena EVA u jednoj godini neuporediva sa EVA u narednim godinama. Konačno, EVA je osmišljena za primenu u zemljama sa razvijenim finansijskim tržištima, usled čega je njena primena na tržištima u nastajanju otežana.<sup>405</sup>

Navedeni nedostaci EVA nisu uticali na to da se ona ne primenjuje u praksi već da se traže nova alternativni načini obračuna vrednosnih performansi. Usled navedenih nedostataka, naročito poslednjeg, računovodstvena merila performansi su i dalje

---

<sup>403</sup> Todorović Miroslav, 2010, *Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 70

<sup>404</sup> Milovanović Angelina, 2008, *Kompenzacione sheme za menadžere na bazi vrednovanja performansi, magistarski rad*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 65

<sup>405</sup> Pešalj Biljana, 2006, *Merenje performansi preduzeća: Tradicionalni i savremeni koncepti*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 139



dominantna u tranzicionim zemljama. U skladu sa tim, u nastavku biće izvršena uporedna analiza finansijskih performansi preuzetih kompanija u Srbiji.

### **3. Analiza likvidnosti međunarodnih preuzimanja u Srbiji**

Analiza finansijskih efekata međunarodnih preuzimanja u Srbiji počinjem sa analizom likvidnosti preduzeća. Ukoliko znamo da likvidnost preduzeća predstavlja sposobnost preduzeća da redovno izmiruje dospеле obaveze, onda je jasno da je ona osnovni preduslov egzistencije preduzeća. U praksi se analiza likvidnosti, što će biti i ovde slučaj, poistovećuje sa kratkoročnom finansijskom sigurnošću preduzeća. Analiza likvidnosti se u praksi vrši na bazi većeg broja racia dobijenih stavljanjem kratkoročnih obaveza u odnos sa obrtnom imovinom (kao i pojedinim njenim delovima) i novčanim tokovima iz poslovne aktivnosti. Za potrebe analize likvidnosti međunarodnih preuzimanja korišćena su dva racio broja koji imaju najčešću primenu u praksi.

$$\text{Racio tekuće likvidnosti} = \frac{\text{Obrtna imovina}}{\text{Kratkoročne obaveze}} \quad \text{formula 4.9.}$$

$$\text{Racio redukovane likvidnosti}^{406} = \frac{\text{Monetarna aktiva}}{\text{Kratkoročne obaveze}} \quad \text{formula 4.10.}$$

Oba racio broja nastoje da likvidnost preduzeća objasne stavljanjem u odnos likvidnih delova imovine sa kratkoročnim obavezama. Analiza likvidnosti kompanija se sastojala od dve faze. U prvoj fazi je vršeno poređenje vrednosti racia u periodu pre i nakon preuzimanja, a u drugoj fazi je vršeno sučeljavanje vrednosti racia svake kompanije u uzorku sa prosečnom vrednošću racia za 100 kompanija koje su ostvarile najveću neto dobit u datoj godini.<sup>407</sup>

Racio tekuće likvidnosti posmatra odnos obrtne imovine, odnosno gotovine i imovine koja se u kratkom roku može konvertovati u gotovinu, i kratkoročnih obaveza. Veća vrednost ovog racia ukazuje na veću likvidnost preduzeća. Među analitičarima se ustalilo

---

<sup>406</sup> Monetarnu aktivu čini zbir kratkoročnih potraživanja, kratkoročnih finansijskih plasmana i gotovine i gotovinskih ekvivalenata

<sup>407</sup> Za kompanije koje su preuzete pre 2006. godine kao podaci pre preuzimanja su se koristili podaci iz 2003. godine. Može se smatrati da podaci iz ove godine realno prikazuju stanje kompanija pre preuzimanja. Ovaj princip se primenjuje u celokupnoj analizi finansijskih efekata međunarodnih preuzimanja.

mišljenje po kome vrednost racia iznad 2 predstavlja uslovnu normalu, što je posledica izuzetno stare prakse iz bankarskog sektora u SAD. U praksi se pokazalo da vrednost ovog racia manja od 2 ne mora da ukazuje na slabiju likvidnost preduzeća, pogotovu ukoliko je kompanija relativno profitabilna. Tabelom 4.1. su dati podaci o kretanjima racia tekuće likvidnosti za kompanije u uzorku međunarodnih preuzimanja (*pogledati Prilog 2a na kraju poglavlja*).

**Tabela 4.1. Rezultati analize racia tekuće likvidnosti pre preuzimanja i u 2011. godini**

	<i>Unapređenje u odnosu na godinu pre preuzimanja</i>	<i>Isti ili sličan nivo u odnosu na godinu pre preuzimanja</i>	<i>Nazadovanje u odnosu na godinu pre preuzimanja</i>	<i>Blokada računa u 2011. godini</i>
<i>Broj kompanija</i>	34	8	33	3
<i>Procenat od ukupnog broja kompanija</i>	43,59%	10,26%	42,31%	3,85%

*Izvor:* Analiza finansijskih izveštaja

Podaci iz tabele 4.1. pokazuju da su strani investitori u skoro 44% slučajeva unapredili likvidnost preuzetih kompanija posmatranu kroz racio tekuće likvidnosti. Treba istaći da u grupi preduzeća kod kojih je unapređena vrednost ovog racia dominiraju preuzimanja kroz proces privatizacije, 27 od 34 slučaja. Izneti podaci se objašnjavaju time da je vrednost ovog racia usled kumuliranih finansijskih problema bila na izuzetnom niskom nivou pre preuzimanja, a da su dodatne investicije i bolje upravljanje stranih investitora značajno unapredili likvidnost preuzetih kompanija. Ohrabruje podatak, s obzirom na hroničnu nelikvidnost srpske privrede, da je svega tri kompanije u 2011. godini bilo u blokadi. Nešto drugačija situacija je u grupaciji kod koje je došlo do pada likvidnosti nakon preuzimanja. U ovoj grupi preko 45% slučajeva čine komercijalna preuzimanja, kod kojih je vrednost ovog racia bila na zadovoljavajućem nivou i pre preuzimanja. Podatak da je samo 24 kompanije, nešto preko 30% uzorka, na kraju 2011. godine imalo vrednost ovog racia iznad uslovne normale, vrednost racia preko 2, govori u prilog relativno niske likvidnosti međunarodnih preuzimanja. Zaključak o lošoj likvidnosti kompanija dodatno se pojačava podatkom da je svega 10 kompanija u svim godinama nakon preuzimanja imalo vrednost racia tekuće likvidnosti iznad uslovne normale.

Dublja analiza likvidnosti međunarodnih preuzimanja u Srbiji izvršena je poređenjem vrednosti racia tekuće likvidnosti u periodu od 2006. do 2011. godine sa

prosečnim vrednostima koje je ostvarila grupa 100 kompanija sa najvećom neto dobiti u svakoj pojedinačnoj godini (*pogledati Prilog 2a na kraju poglavlja*).

**Tabela 4.2. Poređenje racia tekuće likvidnosti međunarodnih preuzimanja i referentne vrednosti**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Broj kompanija u domaćem vlasništvu</b>	<b>31</b>	<b>22</b>	<b>11</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Broj kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	7	7	2	0	0	0
Broj kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	24	15	9	3	0	0
<i>Procenat kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost</i>	<i>22,58%</i>	<i>31,82%</i>	<i>18,18%</i>	<i>0,00%</i>	<i>#DIV/0!</i>	<i>#DIV/0!</i>
<i>Procenat kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost</i>	<i>77,42%</i>	<i>68,18%</i>	<i>81,82%</i>	<i>100,00%</i>	<i>#DIV/0!</i>	<i>#DIV/0!</i>
<b>Broj preuzetih kompanija</b>	<b>47</b>	<b>56</b>	<b>67</b>	<b>75</b>	<b>78</b>	<b>78</b>
Broj kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	15	23	6	9	8	16
Broj kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	32	33	61	66	70	62
<i>Procenat kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost</i>	<i>31,91%</i>	<i>41,07%</i>	<i>8,96%</i>	<i>12,00%</i>	<i>10,26%</i>	<i>20,51%</i>
<i>Procenat kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost</i>	<i>68,09%</i>	<i>58,93%</i>	<i>91,04%</i>	<i>88,00%</i>	<i>89,74%</i>	<i>79,49%</i>

**Izvor:** Analiza finansijskih izveštaja

Na osnovu podataka iz tabele 4.2. se može zaključiti da je početak ekonomske krize ostavio snažne posledice na likvidnost međunarodnih preuzimanja merenu raciom tekuće likvidnosti. Početak ekonomske krize doveo je do snažnog pada broja međunarodnih preuzimanja kod kojih je vrednost racia tekuće likvidnosti bila na višem nivou u odnosu na referentnu vrednost. Tokom 2011. godine procenat međunarodnih preuzimanja u uzorku koji je imao veću vrednost racia u odnosu na referentnu vrednost je značajno porastao, ali je i tada samo u 21% analiziranih slučajeva primećena ova pojava. Na bazi racia tekuće likvidnosti se može zaključiti da su međunarodna preuzimanja po pitanju likvidnosti u velikoj meri zaostajala u odnosu na grupu 100 kompanija koja je ostvarila najveću neto dobit u pojedinim godinama.

Racio tekuće likvidnosti je kritikovan jer se u imeniocu nalaze i zalihe koje se često ne mogu relativno lako i brzo konvertovati u gotovinu.<sup>408</sup> Ovo se naročito odnosi na nivo tzv. “gvozdenih” zaliha koje su neophodne da bi se poslovanje kompanije odvijalo normalno. Da bi se otklonio navedeni nedostatak konstruisan je racio redukovane likvidnosti koji vrši poređenje obrtne imovine umanjene za zalihe sa kratkoročnim

<sup>408</sup> Pendlebury Maurice, Groves Roger, *Company Accounts: Analysis, Interpretation and Understanding*, Thomson Learning, str. 149

obavezama. U pitanju je značajno rigorozniji test likvidnosti, koji se bazira na pretpostavci da monetarna aktiva u najgorem slučaju mora da bude jednaka kratkoročnim obavezama da bi se preduzeće smatralo likvidnim. Na ovoj pretpostavci je izvedena uslovna normala, po kojoj vrednost racia iznad jedan garantuje likvidnost preduzeća. Tabelom 4.3. prikazano je kretanje vrednosti racia rigorozne likvidnosti za međunarodna preuzimanja u uzorku (*pogledati Prilog 2b na kraju poglavlja*).

**Tabela 4.3. Rezultati analize racia rigorozne likvidnosti pre preuzimanja i u 2011. godini**

	<i>Unapređenje u odnosu na godinu pre preuzimanja</i>	<i>Isti ili sličan nivo u odnosu na godinu pre preuzimanja</i>	<i>Nazadovanje u odnosu na godinu pre preuzimanja</i>	<i>Blokada računa u 2011. godini</i>
<i>Broj kompanija</i>	44	10	21	3
<i>Procenat od ukupnog broja kompanija</i>	56,41%	12,82%	26,92%	3,85%

*Izvor:* Analiza finansijskih izveštaja

Podaci iz tabele 4.3. pokazuju da je u ukupno 44 slučaja, odnosno više od 56% uzorka, došlo do unapređenja vrednosti rigoroznog racia likvidnosti nakon procesa preuzimanja. U ovoj grupaciji međunarodnih preuzimanja, slično kao i kod prethodnog racia, dominiraju međunarodna preuzimanja u postupku privatizacije. Ovakav trend se objašnjava relativno niskom vrednošću ovog racia kod preduzeća u uzorku pre privatizacije. Ohrabruje podatak da je u svega 21 slučaju nakon preuzimanja, odnosno 27% uzorka, došlo do narušavanja zatečene vrednosti racia rigorozne likvidnosti. Nasuprot ovome, zabrinjava podatak da je na kraju 2011. godine samo 32 kompanije iz uzorka imalo vrednost ovog racia veću od jedan. Dodatno zabrinjava podatak da je uslovnu normalu po pitanju racia rigorozne likvidnosti u svim godinama nakon preuzimanja ostvarilo samo 18 kompanija.

Kao i u prethodnom slučaju, dodatna analiza likvidnosti je učinjena poređenjem racia rigorozne likvidnosti u periodu od 2006. do 2011. godine sa referentnim vrednostima 100 kompanija koje su ostvarile najveću neto dobit u pojedinim godinama. Tabelom 4.4. su prikazani rezultati analize (*pogledati Prilog 2b na kraju poglavlja*).

**Tabela 4.4. Poređenje racia rigorozne likvidnosti međunarodnih preuzimanja i referentne vrednosti**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Broj kompanija u domaćem vlasništvu</b>	31	22	11	3	0	0
Broj kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	9	7	2	0	0	0
Broj kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	22	15	9	3	0	0
Procenat kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	29,03%	31,82%	18,18%	0,00%	#DIV/0!	#DIV/0!
Procenat kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	70,97%	68,18%	81,82%	100,00%	#DIV/0!	#DIV/0!
<b>Broj preuzetih kompanija</b>	47	55	67	75	78	78
Broj kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	12	17	7	9	8	16
Broj kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	35	38	60	66	70	62
Procenat kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	25,53%	30,91%	10,45%	12,00%	10,26%	20,51%
Procenat kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	74,47%	69,09%	89,55%	88,00%	89,74%	79,49%

**Izvor:** Analiza finansijskih izveštaja

Podaci dobijeni poređenjem racia rigorozne likvidnosti kod kompanija u uzorku i referentnih vrednosti za svaku pojedinačnu godinu u velikoj su meri slični dobijenim rezultatima upoređivanja racia tekuće likvidnosti, po istom principu. Usled globalne ekonomske krize nastale krajem 2008. godine značajno se smanjio procenat kompanija u uzorku koje imaju vrednost racia rigorozne likvidnosti iznad referentne vrednosti. Ohrabruje podatak da se broj kompanija sa vrednošću ovog racia iznad referentne vrednosti u 2011. godini duplirao u odnosu na 2010. godinu, ali bi trebalo imati u vidu da to predstavlja svega 21% ukupnog uzorka.

Rezultati prethodnih analiza su pokazali da je u ograničenom broju slučajeva nakon preuzimanja došlo do rasta likvidnosti preduzeća merenog racio brojevima tekuće likvidnosti i rigorozne likvidnosti. Dodatno zabrinjava podatak da relativno mali broj kompanija u uzorku nakon 2008. godine ima vrednosti navedenih racio brojeva iznad uslovne normale. Takođe je primetno da je relativno mali procenat kompanija iz uzorka međunarodnih preuzimanja imao vrednosti navedenih racia veće od referentne vrednosti dobijene kao prosek vrednosti racia za grupu 100 kompanija koja je ostvarila najveću neto dobit u datoj godini. Može se konstatovati da je globalna ekonomska kriza ostavila snažne posledice na likvidnost međunarodnih preuzimanja i da uprkos određenim unapređenjima u

najvećem broju slučajeva po pitanju likvidnosti međunarodna preuzimanja zaostaju za najprofitabilnijim kompanijama u Srbiji.

#### **4. Analiza solventnosti međunarodnih preuzimanja u Srbiji**

Nakon analize likvidnosti preduzeća, odnosno kratkoročne finansijske sigurnosti, logično se nameće pitanje dugoročne finansijske sigurnosti preduzeća. Uobičajeno je da se solventnost definiše kao sposobnost preduzeća da u roku i prema ranije ugovorenoj dinamici izmiruje troškove kamata i dugoročne obaveze.<sup>409</sup> Solventnost preduzeća zavisi od većeg broja faktora, a među njima se naročito ističu struktura izvora finansiranja, struktura imovine i rentabilnost poslovnih operacija. Za razliku od ranijih perioda, investitori u vlasnički kapital i dugoročni kreditori kao najbitniji faktor solventnosti posmatraju rentabilnost poslovnih operacija. Preovladalo je mišljenje da kompanija koja u dužem periodu ostvaruje prinose na sopstveni kapital veće od prosečne cene kapitala poseduje dugoročnu sigurnost. Ovakav stav nije sasvim ispravan jer visoko učešće pozajmljenog kapitala u strukturi izvora finansiranja značajno povećava rizik poslovanja. Nivo sopstvenog kapitala predstavlja sekundarni izvor dugoročne sigurnosti preduzeća, a u uslovima visoke poslovne neizvesnosti, često van kontrole preduzeća, nivo sopstvenog kapitala se može posmatrati kao primaran izvor solventnosti.

U praksi se primenjuju brojna racia za analizu dugoročne sigurnosti preduzeća. Sva ova racia nastoje da ukažu na adekvatnost strukture izvora finansiranja i usklađenost strukture izvora finansiranja sa strukturom imovine preduzeća. Za potrebe analize su korišćena tri racio broja koji daju uvid u solventnost međunarodnih preuzimanja uzorka.

$$\text{Racio pokrića stalne imovine} = \frac{\text{Neto sopstveni kapital}}{\text{Stalna imovina}} \quad \text{formula 4.11.}$$

$$\text{Racio pokrića obrtne imovine NOK}^{410} = \frac{\text{Neto obrtni kapital}}{\text{Obrtna imovina}} \quad \text{formula 4.12.}$$

$$\text{Racio zaduženosti} = \frac{\text{Ukupne obaveze}}{\text{Neto sopstveni kapital}} \quad \text{formula 4.13.}$$

---

<sup>409</sup> Malinić Dejan, Milićević Vlade, Stevanović Nikola, 2012, *Upravljačko računovodstvo*, Ekonomski fakultet Beograd, str. 92

<sup>410</sup> Neto obrtni kapital predstavlja razliku između dugoročnih izvora finansiranja (sopstveni neto kapital+dugoročna rezervisanja+dugoročne obaveze) i stalne imovine

Analiza solventnosti kompanija u uzorku primenom svakog od navednih racia se sastojala od dve faze. U prvoj fazi je vršeno poređenje vrednosti racia u periodu pre i nakon preuzimanja, a u drugoj fazi je vršeno poređenje vrednosti racia svake kompanije u uzorku sa prosečnom vrednošću racia za 100 kompanija koje su ostvarile najveću neto dobit u datoj godini.

Racio pokrića stalne imovine pokazuje u kom stepenu je stalna imovina, dugoročno vezana za preduzeće i najlikvidnija imovina, pokrivena sopstvenim kapitalom kao najstabilnijim izvorom finansiranja. Veća vrednost racia ukazuje na veću solventnost preduzeća, pri čemu vrednost racia manja od jedan ne ukazuje automatski na ugroženu solventnost preduzeća. Ipak, vrednost racia veća od jedan govori u prilog snažne usklađenosti strukture izvora finansiranja i imovine. Tabelom 4.5. su dati podaci o kretanjima racia pokrića stalne imovine za kompanije u uzorku međunarodnih preuzimanja (*pogledati Prilog 3a na kraju poglavlja*).

*Tabela 4.5. Rezultati analize racia pokrića stalne imovine pre preuzimanja i u 2011. godini*

	<i>Unapređenje u odnosu na godinu pre preuzimanja</i>	<i>Isti ili sličan nivo u odnosu na godinu pre preuzimanja</i>	<i>Nazadovanje u odnosu na godinu pre preuzimanja</i>	<i>Negativan sopstveni kapital u 2011. godini</i>
<i>Broj kompanija</i>	35	6	28	9
<i>Procenat od ukupnog broja kompanija</i>	44,87%	7,69%	35,90%	11,54%

*Izvor:* Analiza finansijskih izveštaja

Podaci iz tabele 4.5. pokazuju da je u svega 45% slučajeva nakon preuzimanja došlo do rasta vrednosti ovog racia. Zabrinjava podatak da je u skoro 12% slučajeva preuzimanje bilo u potpunosti neuspešno jer je rezultiralo negativnim neto sopstvenim kapitalom na kraju 2011. godine. Pored toga, u 36% slučajeva je preuzimanje dovelo do narušavanja solventnosti na bazi ovog racio broja. Interesantno je primetiti da u grupi kompanija kod kojih je došlo do unapređenja racia pokrića stalne imovine dominiraju preuzimanja iz procesa privatizacije, gde ona čine ukupno 22 slučaja. To se objašnjava inače niskom vrednošću ovog racia pre preuzimanja. Slična tendencija prisutna je i kada se posmatra grupa preduzeća kod kojih je zabeležen negativni kapital u 2011. godini. U ovoj grupi 7 slučajeva čine preuzimanja kroz proces privatizacije i dva komercijalna preuzimanja. Ovakva situacija se objašnjava time da proces restrukturiranja privatizovanih kompanija

nije jednostavan, pogotovu u uslovima globalne ekonomske krize. Nešto drugačiji zaključci se mogu izvesti ukoliko se posmatra grupacija kompanija kod kojih je došlo do smanjenja vrednosti racia pokriva stalne imovine u odnosu na godinu pre preuzimanja. U ovoj grupaciji značajan procenat čine komercijalni aranžmani, oko 43%. Tendencija se objašnjava sa dva faktora. Budući da su u pitanju kompanije koje su se pre preuzimanja nalazile u privatnom vlasništvu, one su već imale zadovoljavajuće vrednosti ovog racia, a do umanjeње je došlo jer je 2011. godina krizna. Dodatne informacije pruža podatak da je u 2011. godini 35 kompanija iz uzorka imalo vrednost ovog racia veću od jedinice. Interesantno je primetiti i da je svega 24 kompanije, nešto preko 30% uzorka, u svim godinama po preuzimanju imalo vrednost racia veću od jedinice.

Analiza ukazuje da je u ograničenom broju slučajeva konačni ishod preuzimanja bilo uvećanje racia pokriva stalne imovine. Ipak, radi potpunije analize neophodno je vrednosti racia u svakom pojedinačnom slučaju porediti sa nekom referentnom vrednošću. Za potrebe ovog teksta vrednost racia u svakom pojedinačnom slučaju je poređena sa prosečnom vrednošću racia kod 100 kompanija koje su u datoj godini ostvarile najveću neto dobit u apsolutnom iznosu (*pogledati Prilog 3a na kraju poglavlja*).

**Tabela 4.6. Poređenje racia pokrivenosti stalne imovine međunarodnih preuzimanja i referentne vrednosti**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Broj kompanija u domaćem vlasništvu</b>	31	22	11	3	0	0
Broj kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	14	11	4	0	0	0
Broj kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	14	10	5	3	0	0
Broj kompanija sa negativnim neto sopstvenim kapitalom	3	1	2	0	0	0
Procenat kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	45,16%	50,00%	36,36%	0,00%	#DIV/0!	#DIV/0!
Procenat kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	45,16%	45,45%	45,45%	100,00%	#DIV/0!	#DIV/0!
Procenat kompanija sa negativnim neto sopstvenim kapitalom	9,68%	4,55%	18,18%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
<b>Broj preuzetih kompanija</b>	47	56	67	75	78	78
Broj kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	24	26	33	35	43	39
Broj kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	22	27	30	35	25	30
Broj kompanija sa negativnim neto sopstvenim kapitalom	1	3	4	5	10	9
Procenat kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	51,06%	46,43%	49,25%	46,67%	55,13%	50,00%
Procenat kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	46,81%	48,21%	44,78%	46,67%	32,05%	38,46%
Procenat kompanija sa negativnim neto sopstvenim kapitalom	2,13%	5,36%	5,97%	6,67%	12,82%	11,54%

**Izvor:** Analiza finansijskih izveštaja



Podaci iz tabele 4.6. ukazuju na relativno stabilan odnos kada je u pitanju komparacija racia pokrivenosti stalne imovine kod međunarodnih preuzimanja i proseka sto kompanija koje su ostvarile najveću neto dobit u pojedinim godinama. Procenat međunarodnih preuzimanja koja imaju veću vrednost racia u odnosu na referentnu vrednost je u posmatranom periodu varirao od 46% u 2007. godini do 55% u 2010. godini. Na osnovu iznetog se može zaključiti da je u proseku svako drugo preuzimanje u uzorku doprinelo vrednosti racia pokrivenosti stalne imovine iznad proseka referentnih vrednosti. Takođe se može primetiti da počev od 2008. godine raste broj kompanija sa negativnim kapitalom, odnosno nesolventnih kompanija. Ovakav trend je posledica globalne ekonomske krize u kombinaciji sa lokalnim ekonomskim neefikasnostima.

Poseban značaj za analizu solventnosti preduzeća predstavlja NOK i racio brojevi bazirani na njemu. NOK kapital pokazuje iznos obrtnih sredstava koja su finansirana dugoročnim izvorima. Dugoročni investitori, u vlasnički i dužnički kapital, visinu NOK smatraju jednom vrstom sigurnosti za svoje investicije. Neophodna visina NOK je izuzetno specifična za svako preduzeće i nalazi se pod uticajem većeg broja faktora usled čega ne postoji teorijska normala. Za potreba analize solventnosti konstruisan je veći broj racio brojeva na bazi NOK. U praksi je često korišćen racio pokrića obrtne imovine NOK. Ovaj racio pokazuje u kom stepenu je obrtna imovina, kao kratkoročna, finansirana dugoročnim izvorima finansiranja. U tabeli 4.7. su dati podaci o tendencijama racia pokrića obrtne imovine NOK za kompanije u uzorku međunarodnih preuzimanja (*pogledati Prilog 3b na kraju poglavlja*).

**Tabela 4.7. Rezultati analize racia pokrića obrtne imovine NOK pre preuzimanja i u 2011. godini**

	<i>Unapređenje u odnosu na godinu pre preuzimanja</i>	<i>Isti ili sličan nivo u odnosu na godinu pre preuzimanja</i>	<i>Nazadovanje u odnosu na godinu pre preuzimanja</i>	<i>Negativan sopstveni kapital u 2011. godini</i>
<i>Broj kompanija</i>	32	16	21	9
<i>Procenat od ukupnog broja kompanija</i>	41,03%	20,51%	26,92%	11,54%

*Izvor:* Analiza finansijskih izveštaja

Iz tabele 4.7. se može primetiti da je u 41% slučajeva iz uzorka došlo od unapređenja vrednosti racia pokrića obrtne imovine NOK. Istovremeno u dvostruko manjem broju

slučajeva je vrednost ovog racia ostala na nivou pre preuzimanja, dok je u 27% slučajeva vrednost ovog racia manja u 2011. godini nego u godini pre preuzimanja. Skoro celokupnu grupaciju preduzeća kod kojih je vrednost racia bila na nivou pre preuzimanja čine komercijalna preuzimanja, dok nekoliko njih čine privatizovane kompanije koje su i pre preuzimanja uspešno poslovale. Ovakva struktura grupacije se objašnjava time da je vrednost racia pre preuzimanja bila na prihvatljivom nivou, a da je globalna ekonomska kriza otežala dalje unapređenje solventnosti. Nasuprot ovoj grupaciji se nalazi grupa preduzeća kod kojih je došlo do unapređenja vrednosti pokrića obrtne imovine NOK. Skoro 72% grupacije čine kompanije koje su preuzete u postupku privatizacije, što govori u prilog tezi da su strani investitori zatekli relativno nisku vrednost racia i da su vremenom unapredili solventnost preuzetih kompanija. U grupi preduzeća kod kojih je došlo do pada vrednosti pokrića obrtne imovine NOK 10 slučajeva čine komercijalni aranžmani, a 11 slučajeva slučajevi privatizacije. Ovakva struktura govori u prilog toga da jedan broj investitora nije uspeo da u potpunosti unapredi kompanije koje su preuzeli u procesu privatizacije, a da je kod jednog broja kompanija preuzetih putem komercijalnih aranžmana došlo do narušavanja solventnosti. Ohrabruje podatak da je 51 kompanija na kraju 2011. godine imala pozitivnu vrednost NOK, što predstavlja skoro 2/3 kompanija u uzorku. Značajan je i podatak da je 38 kompanija, odnosno skoro 49% uzorka u svim godinama nakon preuzimanja imalo pozitivnu vrednost NOK. U cilju donošenja dubljih zaključaka o kretanju vrednosti ovog racia izvršeno je poređenje pojedinačnih vrednosti racia pokrića obrtne imovine u periodu od 2006. do 2011. godine sa prosekom 100 kompanija koje su ostvarile najveću neto dobit u datoj godini (*pogledati Prilog 3b na kraju poglavlja*).

**Tabela 4.8. Poređenje racia pokrivenosti obrtne imovine NOK međunarodnih preuzimanja i referentne vrednosti**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Broj kompanija u domaćem vlasništvu</b>	<b>31</b>	<b>22</b>	<b>11</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Broj kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	20	9	5	0	0	0
Broj kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	8	12	4	3	0	0
Broj kompanija sa negativnim neto sopstvenim kapitalom	3	1	2	0	0	0
<i>Procenat kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost</i>	<i>64,52%</i>	<i>40,91%</i>	<i>45,45%</i>	<i>0,00%</i>	<i>#DIV/0!</i>	<i>#DIV/0!</i>
<i>Procenat kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost</i>	<i>25,81%</i>	<i>54,55%</i>	<i>36,36%</i>	<i>100,00%</i>	<i>#DIV/0!</i>	<i>#DIV/0!</i>
<i>Procenat kompanija sa negativnim neto sopstvenim kapitalom</i>	<i>9,68%</i>	<i>4,55%</i>	<i>18,18%</i>	<i>#DIV/0!</i>	<i>#DIV/0!</i>	<i>#DIV/0!</i>
<b>Broj preuzetih kompanija</b>	<b>47</b>	<b>56</b>	<b>67</b>	<b>75</b>	<b>78</b>	<b>78</b>
Broj kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	30	31	34	38	42	47
Broj kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	16	22	29	32	26	22
Broj kompanija sa negativnim neto sopstvenim kapitalom	1	3	4	5	10	9
<i>Procenat kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost</i>	<i>63,83%</i>	<i>55,36%</i>	<i>50,75%</i>	<i>50,67%</i>	<i>53,85%</i>	<i>60,26%</i>
<i>Procenat kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost</i>	<i>34,04%</i>	<i>39,29%</i>	<i>43,28%</i>	<i>42,67%</i>	<i>33,33%</i>	<i>28,21%</i>
<i>Procenat kompanija sa negativnim neto sopstvenim kapitalom</i>	<i>2,13%</i>	<i>5,36%</i>	<i>5,97%</i>	<i>6,67%</i>	<i>12,82%</i>	<i>11,54%</i>

**Izvor:** Analiza finansijskih izveštaja

Podaci iz tabele pokazuju da značajan procenat međunarodnih preuzimanja čine slučajevi kod kojih je vrednost racia pokriva obrtne imovine NOK veća od referentne vrednosti. Udeo kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost je varirao od skoro 64% u 2006. godini do 51% u 2008. i 2009. godini. Ohrabruje podatak da u 2010. i 2011. godini ovaj procenat raste, što govori u prilog tome da međunarodna preuzimanja čine stabilniji i zdraviji deo privrede Republike Srbije. Već iznesen podatak o rastućem broju kompanija sa negativnim neto kapitalom, ne može da ospori navedenu konstataciju.

Analitičari u praksi koriste veliki broj pokazatelja solventnosti koji se baziraju na udelu pozajmljenog kapitala u imovini ili odnosu sa sopstvenim kapitalom. Visina pozajmljenog kapitala je za potrebe finansijske analize od velikog značaja jer visina pozajmljenih sredstava prikazuje balans koji kompanija uspostavlja između rizika i prinosa na sopstveni kapital.<sup>411</sup> U praksi je jedan od češće korišćenih racia za analizu visine ukupnih obaveza racio zaduženosti. Ovaj racio pokazuje u kom je stepenu neto sopstveni

<sup>411</sup> Fraser Lyn, Ormiston Aileen, 2010, *Understanding Financial Statements*, Pearson Education, str. 195

kapital opterećen obavezama. Manja vrednost racia govori u prilog veće solventnosti kompanije. U praksi se iskristalisao stav da bi vrednost ovog racia trebalo da bude iznad 1, jer to implicira da je vrednost sopstvenog kapitala veća u odnosu na pozajmljena sredstva. Tabelom 4.9. su dati podaci o kretanjima racia zaduženosti za kompanije u uzorku međunarodnih preuzimanja (*pogledati Prilog 3c na kraju poglavlja*).

**Tabela 4.9. Rezultati analize racia zaduženosti pre preuzimanja i u 2011. godini**

	<i>Unapređenje u odnosu na godinu pre preuzimanja</i>	<i>Isti ili sličan nivo u odnosu na godinu pre preuzimanja</i>	<i>Nazadovanje u odnosu na godinu pre preuzimanja</i>	<i>Negativan sopstveni kapital u 2011. godini</i>
<i>Broj kompanija</i>	30	5	34	9
<i>Procenat od ukupnog broja kompanija</i>	38,46%	6,41%	43,59%	11,54%

*Izvor:* Analiza finansijskih izveštaja

Podaci iz tabele 4.9. pokazuju da je u svega 38% slučajeva opterećenost sopstvenog kapitala pozajmljenim sredstvima manja u 2011. godini u odnosu na godinu preuzimanja. U ovoj grupaciji dominiraju slučajevi privatizacije, 23 od ukupno 30 preuzimanja u grupi. Ovi rezultati pokazuju da su strani investitori u procesu privatizacije mahom uspeli da umanje, najčešće visoku, opterećenost sopstvenog kapitala obavezama u preuzetim kompanijama dokapitalizacijom ili uspešnim poslovanjem. Nasuprot ovome se nalazi brojna grupa kompanija kod kojih je došlo do povećanja vrednosti ovog racia. Ovaj podatak govori u prilog tome da su strani investitori po preuzimanju restrukturiranje preuzetih kompanija dominantno finansirali putem njihovog daljeg zaduživanja. Ipak ohrabruje podatak da je na kraju 2011. godine 35 kompanija, 45% uzorka, imalo vrednost racia zaduženosti manju od 1, odnosno da je ispoštovalo teorijske preporuke finansiranja. Međutim, svega 20 preuzetih kompanija je u svim godinama preuzimanja imalo vrednost racia zaduženosti manju od 1, što govori u prilog variranja solventnosti u uzorku. Dodatne informacije o kretanju ovog racia dobijene su poređenjem pojedinačnih vrednosti racia pokrića obrtne imovine u periodu od 2006. do 2011. godine sa prosekom 100 kompanija koje su ostvarile najveću neto dobit u datoj godini (*pogledati Prilog 3c na kraju poglavlja*).

**Tabela 4.10. Poređenje racia zaduženosti međunarodnih preuzimanja i referentne vrednosti**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Broj kompanija u domaćem vlasništvu</b>	31	22	11	3	0	0
Broj kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	7	10	3	1	0	0
Broj kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	21	11	6	2	0	0
Broj kompanija sa negativnim neto sopstvenim kapitalom	3	1	2	0	0	0
Procenat kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	22,58%	45,45%	27,27%	33,33%	#DIV/0!	#DIV/0!
Procenat kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	67,74%	50,00%	54,55%	66,67%	#DIV/0!	#DIV/0!
Procenat kompanija sa negativnim neto sopstvenim kapitalom	9,68%	4,55%	18,18%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
<b>Broj preuzetih kompanija</b>	47	56	67	75	78	78
Broj kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	19	22	25	30	29	18
Broj kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	27	31	38	40	39	51
Broj kompanija sa negativnim neto sopstvenim kapitalom	1	3	4	5	10	9
Procenat kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	40,43%	39,29%	37,31%	40,00%	37,18%	23,08%
Procenat kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	57,45%	55,36%	56,72%	53,33%	50,00%	65,38%
Procenat kompanija sa negativnim neto sopstvenim kapitalom	2,13%	5,36%	5,97%	6,67%	12,82%	11,54%

**Izvor:** Analiza finansijskih izveštaja

Podaci iz tabele 4.10. pokazuju da značajan procenat međunarodnih preuzimanja čine slučajevi kod kojih je opterećenost sopstvenog kapitala obavezama veća u odnosu na referentnu vrednost. Udeo ovih kompanija u grupi međunarodnih preuzimanja je varirao od 53% do 65%. Zabrinjava podatak da je u 2010. i 2011. godini rastao broj kompanija u uzorku kod kojih je nivo opterećenosti sopstvenog kapitala obavezama bio viši u odnosu na referentnu vrednost ili su ostvarile negativan neto kapital.

Prethodna analiza je ukazala na nekoliko bitnih zaključaka. Skoro u 12% analiziranih slučajeva strani investitori su svojim poslovanjem doveli do nesolventnosti kompanija, odnosno do iskazivanja negativnog neto kapitala. Takođe, značajan broj stranih investitora je uspeo da unapredi solventnost preuzetih kompanija ukoliko se posmatraju vrednosti racia pokrića stalne imovine i racia pokrića obrtno imovine NOK. Pozitivno je to što je vrednost ovih racio brojeva kod značajnog broja kompanija bila veća od proseka za 100 kompanija koje su ostvarile najveću neto dobit u datoj godini. Međutim, ukoliko se analizira vrednost racia ukupne zaduženosti, rezultati nisu ohrabrujući. Samo ograničen broj kompanija je uspeo da unapredi vrednost ovog racia u odnosu na period pre preuzimanja. Dodatno

zabrinjava podatak da je značajno veći broj kompanija imao nezadovoljavajuće vrednosti racia u odnosu na referentnu vrednost. Na osnovu toga se može izvesti zaključak da su mnogi investitori preuzimanja i restukturiranja finansirali zaduživanjem preuzetih domaćih kompanija.

### **5. Analiza efikasnosti upravljanja imovinom međunarodnih preuzimanja u Srbiji**

Nakon analize dugoročne i kratkoročne finansijske sigurnosti međunarodnih preuzimanja u Srbiji pristupilo se analizi efikasnosti upravljanja imovinom. U praksi se često stavlja znak jednakosti između efikasnosti upravljanja imovinom i brzine obrta pojedinih njenih stavki. Za potrebe ovog teksta analiza efikasnosti upravljanja imovinom će se kao u većini slučajeva vršiti obračunom pojedinih racio brojeva. Ovi racio brojevi se dobijaju stavljanjem u odnos imovine ili pojedinih njenih delova sa efektima koje oni proizvode. Trebalo bi istaći da efikasnost upravljanja imovinom direktno opredeljuje solventnost, likvidnost i rentabilnost preduzeća. Korišćena su dva racia obrta koji u velikoj meri odražavaju efikasnost upravljanja imovinom kod međunarodnih preuzimanja u Srbiji.

$$\text{Racio obrta poslovne imovine} = \frac{\text{Prihodi od prodaje}}{\text{Prosečna poslovna imovina}} \quad \text{formula 4.14.}$$

$$\text{Racio obrta potraživanja od kupaca} = \frac{\text{Prihodi od prodaje}}{\text{Prosečna potraživanja od kupaca}} \quad \text{formula 4.15.}$$

Analiza efikasnosti upravljanja imovinom sastojala se od dve faze. U prvoj fazi je vršeno poređenje vrednosti racia u periodu pre i nakon preuzimanja, a u drugoj fazi je vršeno poređenje vrednosti racia svake kompanije u uzorku sa prosečnom vrednošću racia za 100 kompanija koje su ostvarile najveću neto dobit u datoj godini.

Racio obrta poslovne imovine predstavlja svodni pokazatelj efikasnosti upravljanja imovinom. On pokazuje koliko je prihoda od prodaje generisao jedan dinar ulaganja u poslovnu imovinu. Veća vrednost ovog racia pokazuje veću efikasnost upravljanja imovinom, a samim tim i veću likvidnost, solventnost i rentabilnost kompanije. Tabelom 4.11. prikazano je kretanje racia obrta poslovne imovine za međunarodna preuzimanja u uzorku u periodu pre i nakon preuzimanja (*pogledati Prilog 4a na kraju poglavlja*).

**Tabela 4.11. Rezultati analize racia obrta poslovne imovine pre preuzimanja i u 2011. godini**

	<i>Unapređenje u odnosu na godinu pre preuzimanja</i>	<i>Isti ili sličan nivo u odnosu na godinu pre preuzimanja</i>	<i>Nazadovanje u odnosu na godinu pre preuzimanja</i>
<i>Broj kompanija</i>	28	17	33
<i>Procenat od ukupnog broja kompanija</i>	35,90%	21,79%	42,31%

*Izvor:* Analiza finansijskih izveštaja

Podaci iz tabele 4.11. ukazuju na to da je u ukupno 28 slučajeva, odnosno više od 36% uzorka, došlo do unapređenja vrednosti racia obrta poslovne imovine nakon procesa preuzimanja. Veoma značajan procenat predstavlja grupacija preduzeća kod kojih nije došlo do značajnog odstupanja efikasnosti upravljanja poslovnim imovinom, nešto oko 22%. Sa druge strane, u 42% slučajeva je nakon preuzimanja došlo do pada efikasnosti upravljanja imovinom. Struktura kompanija kod kojih je došlo do pada efikasnosti upravljanja imovinom se odlikuje visokim udelom međunarodnih preuzimanja u postupku privatizacije, ukupno 25 od 30 slučajeva. Ovakva struktura se objašnjava preuzimanjem obaveza po osnovu ugovora o privatizaciji da se ulože značajna sredstva u preuzete kompanije (čime se povećava imenioc u racio broju) i njihovim relativno lošim stanjem usled čega su bila neophodna ulaganja i veća od preuzetih obaveza. Rast prihoda usled globalne ekonomske krize nije pratio rast poslovne imovine usled čega je došlo do pada vrednosti ovog racia.

Kao i u prethodnim slučajevima, dodatna analiza efikasnosti upravljanja poslovnim imovinom sprovedena je komparacijom racia obrta poslovne imovine u periodu od 2006. do 2011. godine sa referentnim vrednostima 100 kompanija koje su ostvarile najveću neto dobit u pojedinim godinama. Tabelom 4.12. su prikazani rezultati analize (*pogledati Prilog 4a na kraju poglavlja*).

**Tabela 4.12. Poređenje racia obrta poslovne imovine međunarodnih preuzimanja i referentne vrednosti**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Broj kompanija u domaćem vlasništvu</b>	31	22	11	3	0	0
Broj kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	9	4	5	0	0	0
Broj kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	22	18	6	3	0	0
Procenat kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	29,03%	18,18%	45,45%	0,00%	#DIV/0!	#DIV/0!
Procenat kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	70,97%	81,82%	54,55%	100,00%	#DIV/0!	#DIV/0!
<b>Broj preuzetih kompanija</b>	47	56	67	75	78	78
Broj kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	9	6	28	22	24	27
Broj kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	38	50	39	53	54	51
Procenat kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	19,15%	10,71%	41,79%	29,33%	30,77%	34,62%
Procenat kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	80,85%	89,29%	58,21%	70,67%	69,23%	65,38%

**Izvor:** Analiza finansijskih izveštaja

Prvi zaključak koji se nameće prilikom analize rezultata iz tabele 4.12. je da je u toku 2009. godine efikasnost upravljanja imovinom kod međunarodnih preuzimanja značajno pala u odnosu na referentnu vrednost. Već tokom 2010., a naročito tokom 2011. godine, primetno je povećanje broja kompanija u uzorku koje ostvaruju vrednost racia obrta poslovne imovine iznad referentne vrednosti. Interesantno je da broj kompanija koje su na kraju 2011. godine imale veću vrednost racio obrta poslovne imovine u odnosu na referentnu vrednost iznosi otprilike trećinu uzorku. Može se izvesti zaključak da je najveći procenat kompanija ostvario vrednost racia obrta poslovne imovine ispod referentne vrednosti, što govori u prilog slabijeg upravljanja imovinom u odnosu na najprofitabilnije kompanije u zemlji.

Efikasnost upravljanja poslovnim imovinom zavisi od sposobnosti preduzeća da unapredi brzinu obrta pojedinih parcijalnih delova imovine, sa posebnim akcentom na obrt obrtne imovine i pojedinih njenih delova. Sa tog aspekta poseban značaj ima efikasnost naplate potraživanja od kupaca, koja pokazuje sposobnost preduzeća da konvertuje potraživanja u gotovinu. Ovaj racio pokazuje koliko puta u toku godine preduzeće u proseku naplaćuje svoja potraživanja od kupaca. Značaj analize ovog racia je naročito izražen u uslovima visoke nelikvidnosti privrede, kakav je slučaj u Srbiji. Tabelom 4.13. prikazano je kretanje racia obrta potraživanja od kupaca za međunarodna preuzimanja u uzorku u periodu pre i nakon preuzimanja (*pogledati Prilog 4b na kraju poglavlja*).



**Tabela 4.13. Rezultati analize racia obrta potraživanja od kupaca pre preuzimanja i u 2011. godini**

	<i>Unapređenje u odnosu na godinu pre preuzimanja</i>	<i>Isti ili sličan nivo u odnosu na godinu pre preuzimanja</i>	<i>Nazadovanje u odnosu na godinu pre preuzimanja</i>
<i>Broj kompanija</i>	17	1	60
<i>Procenat od ukupnog broja kompanija</i>	21,79%	1,28%	76,92%

*Izvor:* Analiza finansijskih izveštaja

Na bazi podataka iz tabele 4.13. se može zaključiti da je nakon preuzimanja u skoro 77% slučajeva iz uzorka međunarodnih preuzimanja došlo do pada efikasnosti naplate potraživanja. U grupi kompanija koje su ostvarile napredak u efikasnosti naplate potraživanja dominiraju međunarodna preuzimanja iz procesa privatizacije, što se objašnjava njihovom inače niskom efikasnošću naplate potraživanja u periodu pre preuzimanja. U analizi se posebno ističe kompanija 8. mart AD kod koje je usled kumuliranja potraživanja od kupaca vrednost racia obrta potraživanja od kupaca opala sa 2.67 u 2007. na svega 0.41 u 2011. godini. Opšti zaključak je da je usled globalne ekonomske krize efikasnost naplate potraživanja opala u najvećem broju međunarodnih preuzimanja.

Dublja analiza efikasnosti naplate potraživanja sprovedena je komparacijom racia obrta potraživanja od kupaca u periodu od 2006. do 2011. godine sa referentnim vrednostima 100 kompanija koje su ostvarile najveću neto dobit u pojedinim godinama. Tabelom 4.14. su prikazani rezultati analize (*pogledati Prilog 4b na kraju poglavlja*).

**Tabela 4.14. Poređenje racia obrta potraživanja od kupaca međunarodnih preuzimanja i referentne vrednosti**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Broj kompanija u domaćem vlasništvu</b>	<b>31</b>	<b>22</b>	<b>11</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Broj kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	3	3	3	1	0	0
Broj kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	28	19	8	2	0	0
Procenat kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	9,68%	13,64%	27,27%	33,33%	#DIV/0!	#DIV/0!
Procenat kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	90,32%	86,36%	72,73%	66,67%	#DIV/0!	#DIV/0!
<b>Broj preuzetih kompanija</b>	<b>47</b>	<b>56</b>	<b>67</b>	<b>75</b>	<b>78</b>	<b>78</b>
Broj kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	8	12	16	12	8	16
Broj kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	39	44	51	63	70	62
Procenat kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	17,02%	21,43%	23,88%	16,00%	10,26%	20,51%
Procenat kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	82,98%	78,57%	76,12%	84,00%	89,74%	79,49%

**Izvor:** Analiza finansijskih izveštaja

Slično kao i kod komparacije racia obrta poslovne imovine sa referentnim vrednostima, primetno je da je sa početkom globalne ekonomske krize značajno opao udeo kompanija koje imaju vrednost racia obrta potraživanja od kupaca veću u odnosu na referentnu vrednost. Ohrabruje podatak da je tokom 2011. godine porastao broj kompanija u uzorku, dvostruko više nego u 2010. godini, koje imaju vrednost racia obrta potraživanja od kupaca veću u odnosu na referentnu vrednost. Ipak, broj ovih kompanija na kraju 2011. godine nije prelazio 21% uzorka, što je manje od predkriznog perioda.

Prethodna analiza je ukazala na relativno nezadovoljavajuće rezultate međunarodnih preuzimanja u oblasti efikasnosti upravljanja imovinom. Kod ograničenog broja kompanija je nakon preuzimanja došlo do unapređenja racia obrta poslovne imovine, a počev od 2010. godine raste broj kompanija koje imaju vrednost ovog racia iznad referentne vrednosti. Ipak, to je i dalje nešto malo preko 1/3 ukupnog uzorka. Nasuprot tome u relativno manjem broju slučajeva je došlo do unapređenja efikasnosti naplate potraživanja, a nešto preko 20% kompanija u uzorku je na kraju 2011. godine imalo vrednost racia obrta potraživanja veću u odnosu na referentnu vrednost. Podaci ukazuju da je globalna ekonomska kriza u velikoj meri omela strane investitore da unaprede efikasnost upravljanja imovinom i efikasnost naplate potraživanja kod preuzetih kompanija.

## **6. Analiza rentabilnosti međunarodnih preuzimanja u Srbiji**

Analiza rentabilnosti predstavlja vrhunac finansijske analize kompanije. U praksi se često analiza performansi kompanija poistovećuje sa analizom profitabilnosti. Ovaj zaključak se nameće zbog stava da solventnost, likvidnost i efikasnost upravljanja imovinom direktno i indirektno utiču na profitabilnost poslovanja. U praksi se koristi veliki broj racio brojeva profitabilnosti i mogu se podeliti u dve grupe: pokazatelji profitabilnosti prihoda i stope prinosa na imovinu i kapital. Ovi racio brojevi su međusobno povezani. Korišćena su tri racio broja koji u velikoj meri odlikavaju profitabilnost međunarodnih preuzimanja u Srbiji.

$$\text{Stopa neto poslovnog dobitka} = \frac{\text{Neto poslovni dobitak}}{\text{Prihodi od prodaje}} * 100 \quad \text{formula 4.16.}$$

$$\text{Stopa prinosa na investicije (ROI)} = \frac{\text{Neto dobitak}}{\text{Prosečna imovina}} * 100 \quad \text{formula 4.17.}$$

$$\text{Stopa prinosa na kapital (ROE)} = \frac{\text{Neto dobitak}}{\text{Prosečni neto kapital}} * 100 \quad \text{formula 4.18.}$$

Analiza profitabilnosti međunarodnih preuzimanja u Srbiji vršena je po fazama. U prvoj fazi su upoređivane vrednosti racia i stopa prinosa u periodu pre i nakon preuzimanja, a u drugoj fazi je vršeno poređenje vrednosti racia i stopa prinosa svake kompanije u uzorku sa prosečnom vrednošću racia za 100 kompanija koje su ostvarile najveću neto dobit u datoj godini.

Poseban značaj prilikom analize profitabilnosti kompanija ima utvrđivanje rentabilnosti poslovnih operacija. Za ove potrebe se u praksi široko koristi stopa neto poslovnog dobitka. Ova stopa pokazuje profitabilnost osnovnih poslovnih operacija iz koje su isključeni efekti finansiranja, investiranja i oporezivanja. Tabelom 4.15. su prikazani rezultati analize stope poslovnog dobitka kod međunarodnih preuzimanja u Srbiji pre preuzimanja i u 2011. godini (*pogledati Prilog 5a na kraju poglavlja*).

**Tabela 4.15. Rezultati analize stope neto poslovnog dobitka pre preuzimanja i u 2011. godini**

	<i>Unapređenje u odnosu na godinu pre preuzimanja</i>	<i>Isti ili sličan nivo u odnosu na godinu pre preuzimanja</i>	<i>Nazadovanje u odnosu na godinu pre preuzimanja</i>
<i>Broj kompanija</i>	41	0	37
<i>Procenat od ukupnog broja kompanija</i>	52,56%	0,00%	47,44%

*Izvor:* Analiza finansijskih izveštaja

Podaci iz tabele 4.15. pokazuju da je došlo do značajnog porasta profitabilnosti prihoda kod kompanija nakon međunarodnih preuzimanja. Oko 53% kompanija u uzorku je uspelo da nakon preuzimanja unapredi stopu neto poslovnog dobitka, što govori u prilog veće profitabilnosti poslovnih operacija. U grupaciji kompanija kod kojih je došlo do unapređenja stope neto poslovnog dobitka dominiraju preduzeća koja su preuzeta u postupku privatizacije, ukupno 30 od 41 slučaja. Ovakvi rezultati se objašnjavaju inače relativno niskim ili negativnim stopama poslovnog dobitka kod preduzeća pre privatizacije. Ohrabruje podatak da je 55 kompanija, preko 70% uzorka, na kraju 2011. godine ostvarilo pozitivan neto poslovni dobitak. Takođe je analizom podataka utvrđeno da je 32 kompanije imalo pozitivan neto poslovni rezultat u svim godinama nakon preuzimanja. Može se zaključiti da je uprkos negativnim eksternim tendencijama, tačnije globalnoj ekonomskoj krizi, veliki broj stranih investitora uspeo da ostvari pozitivne rezultate iz poslovnih operacija.

Dublja analiza profitabilnosti prihoda izvršena je poređenjem stope poslovnog dobitka u periodu od 2006. do 2011. godine sa referentnim vrednostima 100 kompanija koje su ostvarile najveću neto dobit u pojedinim godinama (*pogledati Prilog 5a na kraju poglavlja*).

**Tabela 4.16. Poređenje racia stope neto poslovnog dobitka međunarodnih preuzimanja i referentne vrednosti**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Broj kompanija u domaćem vlasništvu</b>	31	22	11	3	0	0
Broj kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	10	5	1	0	0	0
Broj kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	21	17	10	3	0	0
<i>Procenat kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost</i>	32,26%	22,73%	9,09%	0,00%	#DIV/0!	#DIV/0!
<i>Procenat kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost</i>	67,74%	77,27%	90,91%	100,00%	#DIV/0!	#DIV/0!
<b>Broj preuzetih kompanija</b>	47	56	67	75	78	88
Broj kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	18	23	16	13	29	18
Broj kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	29	33	51	62	49	70
<i>Procenat kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost</i>	38,30%	41,07%	23,88%	17,33%	37,18%	20,45%
<i>Procenat kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost</i>	61,70%	58,93%	76,12%	82,67%	62,82%	79,55%

**Izvor:** Analiza finansijskih izveštaja

Podaci iz tabele 4.16. ukazuju da je procenat međunarodnih preuzimanja iz uzorka koja su imala stopu neto poslovnog dobitka iznad referentne vrednosti u analiziranom periodu varirao. Ovaj udeo se kretao između 17% u 2009. godini do 41% u 2007. godini. Početak globalne ekonomske krize je značajno smanjio broj kompanija koje su imale stopu neto poslovnog dobitka veću od referentne vrednosti. Do zaustavljanja negativnog trenda je došlo u 2010. godini, ali je tokom 2011. godine došlo do ponovnog pada. Na kraju 2011. godine svega 20% kompanija u uzorku je imalo veću stopu neto poslovnog dobitka u odnosu na referentnu vrednost.

Nastavak analize profitabilnosti međunarodnih preuzimanja obuhvata analizu stopa prinosa na investicije i sopstveni kapital. Ovi pokazatelji se dobijaju stavljanjem u odnos ostvarenog neto rezultata sa celokupnom imovinom, odnosno neto sopstvenim kapitalom. Početak analize je obuhvatio utvrđivanje broja kompanija iz uzorka koje su se u periodu od 2006. do 2011. godine nalazile na listi 100 kompanija sa najvećom neto dobiti u Srbiji.

**Tabela 4.17. Broj kompanija iz uzorka koje su se nalazile na listi 100 najvećih po neto dobiti**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Broj kompanija u domaćem vlasništvu</b>	31	22	11	3	0	0
Broj kompanija iz uzorka koje se nalaze na listi 100 najprofitabilnijih	6	4	2	0	0	0
Broj kompanija iz uzorka koje se ne nalaze na listi 100 najprofitabilnijih	25	18	9	3	0	0
<b>Broj preuzetih kompanija</b>	47	56	67	75	78	78
Broj kompanija iz uzorka koje se nalaze na listi 100 najprofitabilnijih	15	18	17	16	15	19
Broj kompanija iz uzorka koje se ne nalaze na listi 100 najprofitabilnijih	32	38	50	59	63	59

**Izvor:** Analiza finansijskih izveštaja

Vidimo da je počev od 2008. pa do 2010. godine došlo do pada broja međunarodnih preuzimanja koja su se kotirala na listi sa najvećom neto dobiti. U 2011. godini broj međunarodnih preuzimanja na listi je narastao na 19 slučajeva, što predstavlja skoro jednu četvrtinu uzorka. Na ove rezultate se nadovezuje podatak da je u 2011. godini 51 kompanija ostvarila pozitivan neto rezultat, a da je ukupno 30 kompanija u svim godinama nakon preuzimanja u finansijskim izveštajima iskazivalo neto dobit. Može se zaključiti da i pored nepovoljnih kretanja u poslovnom okruženju međunarodna preuzimanja čine profitabilniji deo srpske privrede.

Nastavak analize profitabilnosti međunarodnih preuzimanja obuhvatao je analizu stope prinosa na investicije i stopu prinosa na kapital, kao dva najčešće korišćena pokazatelja performansi kompanija. Ova dva pokazatelja i pored slabosti, objašnjenih u prethodnom delu, mogu relativno pouzdano da ukažu na rezultate nastale po osnovu poslovnih operacija, finansiranja i oporezivanja. Tabelom 4.18. prikazani su rezultati upoređivanja stopa prinosa na investicije pre preuzimanja i u 2011. godini (**pogledati Prilog 5b na kraju poglavlja**).

**Tabela 4.18. Rezultati analize stope prinosa na investicije pre preuzimanja i u 2011. godini**

	<i>Unapređenje u odnosu na godinu pre preuzimanja</i>	<i>Isti ili sličan nivo u odnosu na godinu pre preuzimanja</i>	<i>Nazadovanje u odnosu na godinu pre preuzimanja</i>
<b>Broj kompanija</b>	49	0	29
<b>Procenat od ukupnog broja kompanija</b>	62,82%	0,00%	37,18%

**Izvor:** Analiza finansijskih izveštaja

Podaci pokazuju da je nakon preuzimanja značajan broj stranih investitora uspeo da unapredi stope prinosa na imovinu preuzetih kompanija. Ukupno 49 kompanija je u 2011. godini imalo stope prinosa na imovinu koje su veće u odnosu na zatečeno stanje pre

preuzimanja, što predstavlja skoro 63% uzorka. Interesantno je primetiti da grupaciju kompanija kod kojih nije došlo do unapređenja stope prinosa na investicije u velikoj meri čine komercijalna preuzimanja ili kompanije koje su i pre privatizacije uspešno poslovale. U periodu prosperiteta ove kompanije su inače imale zadovoljavajuće stope prinosa na imovinu, da bi sa početkom globalne ekonomske krize došlo do pada njihovih rezultata. Može se izvesti zaključak da su strani investitori u značajnom broju slučajeva uspeali da nakon preuzimanja povećaju stope prinosa na investirana sredstva, što se objašnjava većom profitabilnošću prihoda.

Dodatna analiza stope prinosa na investicije kod međunarodnih preuzimanja, kao i u prethodnim slučajevima, vršena je poređenjem vrednosti za svaku kompaniju u periodu od 2006. do 2011. godine sa prosečnim vrednostima 100 kompanija koje su ostvarile najveću neto dobit u pojedinim godinama (*pogledati Prilog 5b na kraju poglavlja*).

**Tabela 4.19. Poređenje stope prinosa na investicije međunarodnih preuzimanja i referentne vrednosti**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Broj kompanija u domaćem vlasništvu</b>	31	22	11	3	0	0
Broj kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	7	2	0	0	0	0
Broj kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	24	20	11	3	0	0
Procenat kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	22,58%	9,09%	0,00%	0,00%	#DIV/0!	#DIV/0!
Procenat kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	77,42%	90,91%	100,00%	100,00%	#DIV/0!	#DIV/0!
<b>Broj preuzetih kompanija</b>	47	56	67	75	78	78
Broj kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	6	5	2	6	11	7
Broj kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	41	51	65	69	67	71
Procenat kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	12,77%	8,93%	2,99%	8,00%	14,10%	8,97%
Procenat kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	87,23%	91,07%	97,01%	92,00%	85,90%	91,03%

**Izvor:** Analiza finansijskih izveštaja

Podaci ukazuju na relativno mali broj međunarodnih preuzimanja kod kojih stopa prinosa na investicije prevazilazi referentnu vrednost. Procenat ovih međunarodnih preuzimanja se u analiziranom periodu kretao od 14% u 2010. godini do svega 3% u 2008. godini. Na bazi ovih analiza se može izvesti zaključak da međunarodna preuzimanja u velikoj meri zaostaju po stopi prinosa na investicije u odnosu na kompanije sa najvećom neto dobiti u Republici Srbiji.

Za investitore prilikom finansijske analize preduzeća poseban značaj ima stopa prinosa na kapital. Ona pokazuje prinos koji vlasnici mogu da očekuju na investirani kapital po osnovu poslovne i finansijske aktivnosti preduzeća. Ovaj pokazatelj direktno zavisi od profitabilnosti poslovnih prihoda, efikasnosti upravljanja imovinom i finansijskog leveridža. Tabelom 4.20. prikazano je kretanje stope prinosa na kapital kod međunarodnih preuzimanja u Srbiji u periodu pre preuzimanja i na kraju 2011. godine (*pogledati Prilog 5c na kraju poglavlja*).

*Tabela 4.20. Rezultati analize stope prinosa na kapital pre preuzimanja i u 2011. godini*

	<i>Unapređenje u odnosu na godinu pre preuzimanja</i>	<i>Nazadovanje u odnosu na godinu pre preuzimanja</i>	<i>Negativan prosečni neto kapital u 2011. godini</i>
<i>Broj kompanija</i>	41	29	8
<i>Procenat od ukupnog broja kompanija</i>	52,56%	37,18%	10,26%

*Izvor:* Analiza finansijskih izveštaja

Na osnovu podataka iz tabele 4.20. se može zaključiti da je stopa prinosa na kapital unapređena u 41 slučaju nakon preuzimanja. To predstavlja nešto preko 52% uzorka međunarodnih preuzimanja u Srbiji. Sa druge strane, primetno je da je 8 kompanija u uzorku imalo negativan prosečni kapital u 2011. godini zbog čega nije bilo moguće obračunati stopu prinosa na kapital. Značajan udeo čine i preduzeća kod kojih je stopa prinosa na kapital bila niža nego u godini pre preuzimanja. U ovoj grupaciji dominiraju kompanije kod kojih su ove stope bile na relativno visokom nivou, ali je usled globalne ekonomske krize došlo do pada vrednosti, kao i kompanije koje su i pre preuzimanja ostvarivale negativne stope prinosa na kapital, a globalna ekonomska kriza je samo dodatno ugrozila njihovo poslovanje.

Dodatna razmatranja stope prinosa na kapital su vršena poređenjem stopa prinosa kod svake pojedinačne kompanije sa prosečnom vrednošću za grupu 100 kompanija koje su u datoj godini ostvarile najveću neto dobit. Tabela 4.21. prikazuje dobijene rezultate (*pogledati Prilog 5c na kraju poglavlja*).



**Tabela 4.21. Poređenje stope prinosa na kapital međunarodnih preuzimanja i referentne vrednosti**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Broj kompanija u domaćem vlasništvu</b>	<b>31</b>	<b>22</b>	<b>11</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Broj kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	6	2	0	0	0	0
Broj kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	22	19	10	3	0	0
Broj kompanija sa prosečnim negativnim neto sopstvenim kapitalom	3	1	1	0	0	0
Procenat kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	19,35%	9,09%	0,00%	0,00%	#DIV/0!	#DIV/0!
Procenat kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	70,97%	86,36%	90,91%	100,00%	#DIV/0!	#DIV/0!
Procenat kompanija sa prosečnim negativnim neto sopstvenim kapitalom	9,68%	4,55%	9,09%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
<b>Broj preuzetih kompanija</b>	<b>47</b>	<b>56</b>	<b>67</b>	<b>75</b>	<b>78</b>	<b>78</b>
Broj kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	3	3	0	0	2	0
Broj kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	43	50	65	72	67	70
Broj kompanija sa prosečnim negativnim neto sopstvenim kapitalom	1	3	2	3	9	8
Procenat kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	6,38%	5,36%	0,00%	0,00%	2,56%	0,00%
Procenat kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	91,49%	89,29%	97,01%	96,00%	85,90%	89,74%
Procenat kompanija sa prosečnim negativnim neto sopstvenim kapitalom	2,13%	5,36%	2,99%	4,00%	11,54%	10,26%

**Izvor:** Analiza finansijskih izveštaja

Podaci iz tabele 4.21. pokazuju da su međunarodna preuzimanja u skoro svim slučajevima u analiziranom periodu ostvarivala stope prinosa na kapital koje su niže od referentnih vrednosti. Tokom 2006. i 2007. godine tri međunarodna preuzimanja su ostvarila stopu prinosa na ostvareni kapital veću od referentne vrednosti, dok su u 2010. to bile dve kompanije. Interesantno je primetiti da u 2008., 2009. i 2011. godini ni jedna kompanija iz uzorka nije ostvarila stopu prinosa na kapital veću od referentne vrednosti. Isključivanjem sa liste 100 kompanija sa najvećom neto dobiti kompanija sa ekstremnim vrednostima (stopa prinosa preko 500%), kompanije sa ogromnim finansijskim leveridžom, nisu dobijeni bitno drugačiji rezultati (*pogledati Prilog 5c na kraju poglavlja*).

**Tabela 4.22. Poređenje stope prinosa na kapital međunarodnih preuzimanja i korigovane referentne vrednosti**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Broj kompanija u domaćem vlasništvu</b>	31	22	11	3	0	0
Broj kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	6	2	0	0	0	0
Broj kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	22	19	10	3	0	0
Broj kompanija sa prosečnim negativnim neto sopstvenim kapitalom	3	1	1	0	0	0
<i>Procenat kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost</i>	19,35%	9,09%	0,00%	0,00%	#DIV/0!	#DIV/0!
<i>Procenat kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost</i>	70,97%	86,36%	90,91%	100,00%	#DIV/0!	#DIV/0!
<i>Procenat kompanija sa prosečnim negativnim neto sopstvenim kapitalom</i>	9,68%	4,55%	9,09%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
<b>Broj preuzetih kompanija</b>	47	56	67	75	78	78
Broj kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	3	3	1	2	9	3
Broj kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost	43	50	64	70	60	67
Broj kompanija sa prosečnim negativnim neto sopstvenim kapitalom	1	3	2	3	9	8
<i>Procenat kompanija sa većom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost</i>	6,38%	5,36%	1,49%	2,67%	11,54%	3,85%
<i>Procenat kompanija sa manjom vrednošću racia u odnosu na referentnu vrednost</i>	91,49%	89,29%	95,52%	93,33%	76,92%	85,90%
<i>Procenat kompanija sa prosečnim negativnim neto sopstvenim kapitalom</i>	2,13%	5,36%	2,99%	4,00%	11,54%	10,26%

**Izvor:** Analiza finansijskih izveštaja

Na bazi podataka iz tabele 4.22. se može zaključiti da je zanemarljiv broj međunarodnih preuzimanja, delimično sa izuzetkom 2010. godine, imao vrednost stope prinosa na kapital iznad korigovane referentne vrednosti. Ova analiza je dodatno potkrepila ranije iznesenu tvrdnju da su međunarodna preuzimanja ostvarivala niže stope prinosa na kapital u odnosu na najprofitabilnije kompanije u Srbiji.

Prethodne analize su pokazale da su strani investitori u velikoj meri, uprkos globalnoj ekonomskoj krizi, uspeli da unaprede profitabilnost preuzetih kompanija. Ipak, ostvarena unapređenja nisu bila dovoljna da bi značajniji broj međunarodnih preuzimanja imao pokazatelje rentabiliteta veće od prosečnih vrednosti 100 kompanija koje su ostvarile najveću neto dobit po pojedinim analiziranim godinama.

## **7. Analiza efekata međunarodnih preuzimanja na zaposlenost, produktivnost i zarade**

Nakon finansijskih efekata pristupili smo analizi uticaja međunarodnih preuzimanja na zaposlenost, produktivnost i realne zarade. Za ove efekte preuzimanja su zainteresovani sindikati, kao predstavnici zaposlenih, i državni organi. Obe grupe stejkholdera očekuju da

strani investitori unapređenjem poslovanja preuzetih kompanija doprinesu većoj zaposlenosti, većim realnim zaradama, a posredno i većim poreskim prihodima.

Nezaposlenost predstavlja jedan od osnovnih problema sa kojima se suočavaju tranzicione zemlje. Stope nezaposlenosti su kod tranzicionih zemalja poslednjih godina dodatno povećane usled globalne ekonomske krize. Više puta je istaknuto da priliv stranog kapitala u vidu direktnih investicija može da doprinese delimičnom rešavanju ovog problema. U teoriji se ističe da je za rešavanje ovog problema mnogo prihvatljiviji priliv stranog kapitala u vidu *greenfield* projekata, nego putem preuzimanja, ali da i međunarodna preuzimanja u određenim okolnostima mogu da doprinesu otvaranju novih radnih mesta. Uticaj međunarodnih preuzimanja na zaposlenost u Srbiji je analiziran poređenjem broja zaposlenih pre preuzimanja i na kraju 2011. godine (*pogledati Prilog 6a na kraju poglavlja*).

**Tabela 4.23. Rezultati analize zaposlenosti pre preuzimanja i u 2011. godini**

	<i>Rast zaposlenosti preko 50%</i>	<i>Rast zaposlenosti do 50%</i>	<i>Pad zaposlenosti do 20%</i>	<i>Pad zaposlenosti preko 20%</i>
<i>Broj kompanija</i>	5	12	12	49
<i>Procenat od ukupnog broja kompanija</i>	6,41%	15,38%	15,38%	62,82%

*Izvor:* Analiza finansijskih izveštaja

Podaci iz tabele 4.23. su veoma zabrinjavajući. Naime, u 49 slučajeva, skoro 63% preuzimanja u uzorku, je po preuzimanju došlo do smanjenja broja radnih mesta za više od 20%. Takođe u 12 slučajeva, nešto preko 15% uzorka, broj “ugašenih” radnih mesta je iznosio manje od 20%. Broj kompanija koje su nakon preuzimanja povećale broj zaposlenih iznosi 17, što predstavlja oko 22% uzorka. Interesantno je primetiti da u grupi kompanija kod kojih je došlo do rasta zaposlenosti dominiraju komercijalna preuzimanja, već je postojao optimalan broj zaposlenih, i kompanije kod kojih je nakon privatizacije došlo do širenja poslovnih aktivnosti. Ukupan broj novootvorenih radnih mesta po preuzimanju u uzorku iznosi 1,977 dok je nakon preuzimanja „ugašeno“ 23,291 radno mesto. Neto efekat međunarodnih preuzimanja na zaposlenost je manjak od 21,314 radnih mesta. Efekti međunarodnih preuzimanja na zaposlenost su posledica viška zaposlenih u kompanijama pre privatizacije i ulaganja stranih investitora u zamenu radno intenzivnih proizvodnih tehnologija.

Izuzev broja radnih mesta, sindikati su veoma zainteresovani za rast realnih zarada. Prostor za rast realnih zarada je u tržišnim ekonomijama ograničen rastom produktivnosti. Za potrebe ovog istraživanja vršena je analiza produktivnosti radne snage. Analiza produktivnosti radne snage vršena je upoređivanjem prihoda od prodaje po zaposlenom u periodu pre preuzimanja i na kraju 2011. godine. U cilju realnosti analize prihodi od prodaje su deflacionisani godišnjim stopama inflacije i svedeni na vrednosti iz 2003. godine.<sup>412</sup> Tabelom 4.24. prikazani su rezultati analize realnih prihoda od prodaje po zaposlenom (*pogledati Prilog 6b na kraju poglavlja*).

**Tabela 4.24. Rezultati analize realnih prihoda od prodaje po zaposlenom pre preuzimanja i u 2011. godini**

	<i>Rast realnih prihoda od prodaje po zaposlenom preko 100%</i>	<i>Rast realnih prihoda od prodaje po zaposlenom između 50% i 100%</i>	<i>Rast realnih prihoda od prodaje po zaposlenom do 50%</i>	<i>Pad realnih prihoda od prodaje po zaposlenom</i>
<i>Broj kompanija</i>	35	8	27	8
<i>Procenat od ukupnog broja kompanija</i>	44,87%	10,26%	34,62%	10,26%

*Izvor:* Analiza finansijskih izveštaja

Rezultati analize pokazuju da je u svega 8 slučajeva nakon preuzimanja došlo do pada realnih prihoda od prodaje po zaposlenom. U ukupno 35 slučajeva ili blizu 45% uzorka prihodi od prodaje po zaposlenom su se u realnom iznosu uvećali za preko 100%. Takođe je veoma bitna grupa od 8 slučajeva kod koje su realni prihodi od prodaje po zaposlenom nakon preuzimanja uvećani između 50% i 100%. U grupi preduzeća koja su realne prihode od prodaje po zaposlenom povećali za više od 50% nalazi se svega 7 kompanija kod kojih je impresivan rast produktivnosti bio praćen i rastom stope zaposlenosti. Podaci iz tabele 4.24. pokazuju da je rast produktivnosti radne snage nakon preuzimanja posledica rasta prihoda od prodaje brže od inflacije, a u većini slučajeva i svođenjem broja zaposlenih na optimalni nivo.

Analiza je pokazala da je radna snaga po preuzimanju značajno povećala produktivnost poslovanja, čime su stvorene pretpostavke da se povećaju i realne bruto zarade. Povećanje bruto zarada je, kao i kod analize produktivnosti, analizirano poređenjem bruto zarada pre preuzimanja i na kraju 2011. godine. Radi realnosti analize bruto troškovi zarada su deflacionisani godišnjim stopama inflacije i svedeni na vrednost iz 2003. godine. Treba napomenuti da je 2009. godine država u cilju stimulisanja zapošljavanja oslobodila

<sup>412</sup> Korišćene stope inflacije su preuzete iz baze MMF

oporezivanja iznos zarade od oko pet hiljada dinara. Ova promena u poreskoj politici zanemarljivo utiče na rezultate analize. Naime, godišnja ušteda u troškovima bruto zarada po zaposlenom iznosi nešto preko sedam hiljada dinara u nominalnom iznosu, odnosno nakon deflacionisanja, u zavisnosti od godine, od 3,200 do 3,800 dinara u realnom iznosu. Tabelom 4.25. prikazani su rezultati analize realnih troškova bruto zarada po zaposlenom (*pogledati Prilog 6c na kraju poglavlja*).

**Tabela 4.25. Rezultati analize realnih bruto zarada po zaposlenom pre preuzimanja i u 2011. godini**

	<i>Rast realnih bruto zarada po zaposlenom preko 100%</i>	<i>Rast realnih bruto zarada po zaposlenom između 50% i 100%</i>	<i>Rast realnih bruto zarada po zaposlenom do 50%</i>	<i>Pad realnih bruto zarada po zaposlenom</i>
<i>Broj kompanija</i>	22	13	24	19
<i>Procenat od ukupnog broja kompanija</i>	28,21%	16,67%	30,77%	24,36%

*Izvor:* Analiza finansijskih izveštaja

Podaci pokazuju da rast produktivnosti nije bio praćen u istoj meri rastom realnih bruto zarada. Naime, u svega 35 slučajeva odnosno nešto preko 45% uzorka realne bruto zarade su nakon preuzimanja porasle za više od 50%. Nasuprot ovome se nalazi grupa od 19 kompanija, odnosno nešto preko 24% uzorka, kod kojih su bruto zarade pale u odnosu na godinu pre preuzimanja. Interesantno je primetiti da se u ovoj grupi preduzeća nalaze i kompanije kod kojih je produktivnost merena realnim prihodima od prodaje po zaposlenom porasla i za 70%. U grupaciji preduzeća kod kojih je zabeležen pad realnih bruto zarada se pored jednog broja kompanija sa finansijskim problemima nalazi i grupa finansijski uspešnih preuzimanja, što govori o nameri menadžmenta da pozitivne poslovne rezultate ostvari delimično i na teret zaposlenih.

Analize u ovom delu rada su pokazale da su međunarodna preuzimanja imala snažan negativan neto efekat na zaposlenost. Pad broja zaposlenih je u najvećem broju analiziranih slučajeva bio praćen i rastom produktivnosti radne snage. Rast produktivnosti radne snage je kreirao mogućnosti da se povećaju realne bruto zarade, što se i desilo. Međutim, rast produktivnosti je bio na osetno višem nivou u odnosu na rast realnih bruto zarada, pri čemu je u skoro 25% uzorka zabeležen pad realnih bruto zarada po zaposlenom.

*Prilog 2a. Racio tekuće likvidnosti kod međunarodnih preuzimanja*

	NAZIV KOMPANIJE	RACIO TEKUĆE LIKVIDNOSTI*						
		2003	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	MULTIVITA, DOO, VRŠAC		1.67	3.33	3.13	3.35	3.63	4.17
2	TARKETT, DOO, BAČKA PALANKA	7.24	6.02	6.54	2.73	0.40	2.05	3.78
3	CARLSBERG SRBIJA, DOO, ČELAREVO	3.50	0.54	0.80	0.59	0.54	0.65	1.09
4	FRESH & CO, DOO, SUBOTICA	1.63	2.15	1.30	2.06	2.00	2.07	1.94
5	FABRIKA ŠEĆERA, TE-TO SENTA, AD	0.84	1.02	1.02	0.91	0.92	1.16	1.46
6	FRESENIUS MEDICAL CARE SRBIJA, VRŠAC	3.95	2.75	2.69	2.95	3.78	3.95	5.26
7	MITAS, DOO, RUMA	0.68	1.77	2.43	2.91	3.49	2.28	1.46
8	WEST FARMACEUTICAL SERVICES, KOVIN	0.92	1.06	0.81	0.51	0.76	0.64	0.66
9	VOJVODINA PUT, AD, PANČEVO	1.50	1.37	1.91	9.07	7.31	7.67	7.14
10	LINDE GAS SRBIJA, AD, BEČEJ	2.68	5.47	7.60	4.61	10.19	5.82	5.94
11	FKL, AD, TEMERIN	1.83	1.35	1.17	1.05	1.15	1.11	1.17
12	POTISJE, AD, KANJŽA	4.34	1.16	0.78	0.78	0.92	1.17	1.39
13	HOLCIM AGREGATI, AD, BEOGRAD	0.75	1.19	0.77	0.44	0.38	0.23	0.16
14	PERUTNINA PTUJ TOPIKO, AD, BAČKA TOPOLA	0.68	0.79	0.51	0.46	0.67	0.49	0.72
15	SOMBOLED, DOO, SOMBOR	1.93	1.49	1.49	1.35	1.58	1.95	1.61
16	ATB SEVER, DOO, SUBOTICA		0.63	1.00	0.49	0.31	0.30	0.76
17	RADIJATOR, AD, ZRENJANIN	28.85	11.48	10.13	3.14	2.65	2.30	1.78
18	FLUID UTVA, AD, PANČEVO	0.52	0.37	1.21	1.55	1.34	1.10	0.90
19	FABRIKA ŠEĆERA ŠAJKAŠKA, AD, ŽABALJ	0.96	1.19	1.46	1.60	1.56	2.06	1.54
20	MLEKARA SUBOTICA, AD	3.88	1.96	2.20	2.00	1.41	1.21	1.36
21	CARNEX, DOO, VRBAS	1.38	1.66	2.57	2.51	2.50	1.99	2.06
22	LIVNICA KIKINDA, AD, KIKINDA	0.54	0.62	0.44	0.45	0.92	2.09	1.15
23	JT INTERNATIONAL, AD, SENTA	1.21	0.51	0.43	0.56	1.36	1.00	0.94
24	APATINSKA PIVARA, DOO, APATIN	15.81	3.32	3.15	2.77	1.33	0.59	0.38
25	LAFARGE, DOO, BEOČIN	0.69	0.66	2.34	2.61	1.28	0.97	2.61
26	KOTEKS VISCOFAN, DOO, NOVI SAD	1.01	0.32	0.35	0.37	0.33	0.35	0.79
27	POLET, AD, NOVI BEČEJ	2.00	1.93	1.36	0.95	0.51	0.50	0.80
28	STRAŽILOVO, DOO, SREMSKI KARLOVCI	1.37	1.18	0.35	2.18	1.08	0.77	0.57
29	HEMOFARM, AD, VRŠAC	0.99	1.50	1.67	1.52	1.79	1.54	1.28
30	ŠEĆERANA CRVENKA, AD	1.27	2.36	3.46	2.58	2.84	2.63	2.43
31	DIJAMANT, AD, ZRENJANIN	1.12	1.21	1.14	0.76	0.18	0.57	0.23
32	MLEKOPRODUKT, DOO, ZRENJANIN	1.11	3.16	2.81	1.80	2.34	2.44	2.53
33	VEOLIA TRANSPORT LUV, DOO, BEOGRAD		12.19	0.22	0.28	0.29	0.32	0.31
34	VALJAONICA BAKRA SEVOJNO, AD	1.14	0.94	0.94	0.92	0.87	0.85	0.72
35	IMPOL SEVAL, AD, SEVOJNO	0.88	0.79	1.10	1.04	0.82	0.95	1.20
36	LUKOIL SRBIJA, AD, BEOGRAD	0.51	0.77	0.83	1.14	1.10	0.82	0.52
37	XELLA, SRBIJA, DOO, VREOCI	0.35	0.79	0.89	0.83	0.31	0.70	0.69
38	KNJAZ MILOŠ, AD, ARANĐELOVAC	0.75	0.77	0.95	0.50	0.34	0.31	0.45
39	PHILIP MORISS OPERATIONS, AD, NIŠ	2.87	3.21	2.60	2.19	1.52	1.62	1.83
40	FBC, AD, MAJDANPEK	0.25	0.82	1.10	0.84	0.77	0.92	0.69
41	JELEN DO, AD	4.60	1.25	1.29	1.26	1.14	1.53	1.13
42	POLIESTER GRUPA, DOO, PRIBOJ	8.02	10.16	8.94	5.15	6.95	4.81	5.06

*Konkurentski i finansijski efekti međunarodnih preuzimanja u Srbiji*

	NAZIV KOMPANIJE	RACIO TEKUĆE LIKVIDNOSTI*						
		2003	2006	2007	2008	2009	2010	2011
43	UJEDINJENE SRPSKE PIVARE, AD, ZAJEČAR	3.64	<b>2.26</b>	<b>4.30</b>	<b>1.76</b>	<b>0.62</b>	<b>0.34</b>	<b>0.31</b>
44	ZDRAVLJE, AD, LEKSOVAC	<b>3.47</b>	<b>3.42</b>	<b>2.45</b>	<b>2.44</b>	<b>2.44</b>	<b>1.86</b>	<b>2.04</b>
45	TITAN CEMENTARA, DOO, KOSJERIĆ	<b>1.64</b>	<b>11.46</b>	<b>10.54</b>	<b>3.20</b>	<b>3.07</b>	<b>3.07</b>	<b>4.14</b>
46	PREDUZEĆE ZA PUTEVE ZAJEČAR, AD	1.01	<b>1.36</b>	<b>1.44</b>	<b>5.73</b>	<b>7.86</b>	<b>5.76</b>	<b>2.82</b>
47	KAVIM RAŠKA, AD	1.12	0.56	0.75	0.66	0.30	<b>0.41</b>	<b>0.43</b>
48	SANDŽAK TRANS PUTNIČKI SAOBRAČAJ, AD	0.37	0.91	0.56	<b>0.39</b>	<b>0.30</b>	<b>0.56</b>	<b>0.42</b>
49	ŠUMADIJA LEK, DOO, ČAČAK	2.64	1.99	2.93	<b>1.08</b>	<b>0.81</b>	<b>0.52</b>	<b>1.90</b>
50	AUTOPREVOZ, AD, ČAČAK	0.58	0.62	0.65	<b>0.81</b>	<b>0.93</b>	<b>0.91</b>	<b>0.68</b>
51	BRITISH AMERICAN TOBACCO, AD, VRANJE	3.14	<b>1.27</b>	<b>1.64</b>	<b>1.47</b>	<b>1.37</b>	<b>1.49</b>	<b>1.56</b>
52	VEOLIA TRANSPORT LITAS, AD, POŽAREVAC	1.32	1.38	<b>0.65</b>	<b>0.58</b>	<b>1.05</b>	<b>1.10</b>	<b>1.15</b>
53	KONCERN BAMBI BANAT, AD, BEOGRAD	2.37	<b>2.23</b>	<b>1.72</b>	<b>1.62</b>	<b>1.66</b>	<b>1.49</b>	<b>1.49</b>
54	ALAS HOLDING, AD, LEDINCI	2.00	<b>1.63</b>	<b>2.78</b>	<b>0.96</b>	<b>5.72</b>	<b>3.61</b>	<b>2.04</b>
55	ZVEZDA HELIOS, AD, GORNJI MILANOVAC	5.14	<b>2.13</b>	<b>2.44</b>	<b>1.99</b>	<b>1.91</b>	<b>2.34</b>	<b>1.69</b>
56	TF KABLE FKZ, DOO, ZAJEČAR	0.69	1.66	1.22	<b>0.72</b>	<b>0.49</b>	<b>0.61</b>	<b>1.11</b>
57	VALJEVO PUT, AD	1.45	1.65	2.59	<b>1.73</b>	<b>2.36</b>	<b>0.52</b>	<b>0.37</b>
58	HOLCIM SRBIJA, DOO, POPOVAC	<b>0.46</b>	<b>4.90</b>	<b>2.11</b>	<b>0.88</b>	<b>1.25</b>	<b>0.90</b>	<b>0.73</b>
59	KAVIM JEDINSTVO, DOO, VRANJE	1.83	0.90	1.16	1.43	<b>0.42</b>	<b>0.49</b>	<b>0.52</b>
60	HENKEL SRBIJA, DOO, BEOGRAD	<b>1.99</b>	<b>5.92</b>	<b>4.89</b>	<b>3.24</b>	<b>4.08</b>	<b>4.45</b>	<b>3.21</b>
61	INOS BALKAN, DOO, VALJEVO	1.54	<b>1.33</b>	<b>1.30</b>	<b>1.39</b>	<b>0.67</b>	<b>1.03</b>	<b>1.40</b>
62	TERMoeLEKTRO, DOO, BEOGRAD	1.06	0.34	0.48	<b>0.85</b>	<b>1.00</b>	<b>1.13</b>	<b>1.04</b>
63	FRIKOM, AD, PADINSKA SKELA	0.44	<b>1.69</b>	<b>2.47</b>	<b>1.50</b>	<b>3.70</b>	<b>1.61</b>	<b>2.17</b>
64	IMLEK, AD, PADINSKA SKELA	<b>10.40</b>	<b>2.32</b>	<b>1.23</b>	<b>1.73</b>	<b>1.30</b>	<b>1.42</b>	<b>1.47</b>
65	AD ŠTARK	1.22	1.37	<b>2.30</b>	<b>1.70</b>	<b>2.27</b>	<b>2.81</b>	<b>2.91</b>
66	ATEKS, DOO, BEOGRAD	0.63	<b>0.46</b>	<b>0.59</b>	<b>1.27</b>	<b>1.06</b>	<b>1.22</b>	<b>0.73</b>
67	STRAUSS ADRIATIC, DOO, ŠIMANOVCI	0.81	<b>0.80</b>	<b>0.86</b>	<b>0.99</b>	<b>4.98</b>	<b>3.05</b>	<b>5.11</b>
68	NIS, AD NOVI SAD		1.01	1.04	0.81	<b>0.91</b>	<b>1.05</b>	<b>1.91</b>
69	KOLUBARA UNIVERZAL, DOO, VELIKI CRLJANI		14.22	3.02	11.27	<b>18.69</b>	<b>11.30</b>	<b>14.84</b>
70	MONDI, DOO, PARAĆIN	0.52	<b>4.83</b>	<b>2.25</b>	<b>3.55</b>	<b>2.85</b>	<b>2.55</b>	<b>3.01</b>
71	TIGAR TYRES, DOO PIROT	1.45	1.44	1.56	2.10	<b>2.80</b>	<b>1.72</b>	<b>2.35</b>
72	NOVA SLOGA, AD, TRSTENIK	0.59	0.18	0.13	0.18	<b>0.70</b>	<b>0.21</b>	<b>0.53</b>
73	8.MART, AD, BEOGRAD	1.18	1.35	1.14	<b>1.09</b>	<b>1.06</b>	<b>1.07</b>	<b>1.05</b>
74	VLASINKA, DOO, BEOGRAD	2.42	<b>3.56</b>	<b>4.01</b>	<b>4.22</b>	<b>5.16</b>	<b>2.26</b>	<b>2.44</b>
75	CE-ZA-R, DOO, BEOGRAD	0.15	<b>1.47</b>	<b>0.86</b>	<b>0.75</b>	<b>0.83</b>	<b>1.28</b>	<b>2.36</b>
76	MARBO PRODUCT, DOO, BEOGRAD	1.13	1.26	2.46	3.13	<b>2.03</b>	<b>1.37</b>	<b>1.49</b>
77	PUTEVI ČAČAK, AD	0.97	1.94	<b>3.48</b>	<b>6.28</b>	<b>8.71</b>	<b>6.79</b>	<b>5.30</b>
78	GRAND PROM, DOO, BEOGRAD	1.70	<b>1.24</b>	<b>1.63</b>	<b>1.41</b>	<b>1.37</b>	<b>1.27</b>	<b>1.51</b>
	<b>REFERENTNA VREDNOST**</b>		2.13	2.10	3.31	4.34	3.73	2.53

\* Boldovani podaci se odnose na godine kada je kompanija bila u stranom vlasništvu

\*\* Referentna vrednost se odnosi na prosečnu vrednost pokazatelja 100 kompanija sa najvećom neto dobiti u Srbiji u datoj godini

*Prilog 2b. Racio redukovane likvidnosti kod međunarodnih preuzimanja*

	NAZIV KOMPANIJE	RACIO REDUKOVANE LIKVIDNOSTI*						
		2003	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	MULTIVITA, DOO, VRŠAC		1.39	3.26	3.13	3.34	3.58	4.00
2	TARKETT, DOO, BAČKA PALANKA	5.20	3.86	4.70	1.99	0.23	1.34	2.93
3	CARLSBERG SRBIJA, DOO, ČELAREVO	2.33	0.40	0.58	0.42	0.44	0.56	0.94
4	FRESH & CO, DOO, SUBOTICA	0.94	1.22	0.70	1.29	1.41	1.49	1.39
5	FABRIKA ŠEĆERA, TE-TO SENTA, AD	0.17	0.39	0.27	0.24	0.20	0.45	0.34
6	FRESENIUS MEDICAL CARE SRBIJA, VRŠAC	3.12	1.99	1.89	1.72	2.69	2.92	4.35
7	MITAS, DOO, RUMA	0.17	0.47	0.64	1.27	1.49	1.15	0.69
8	WEST FARMACEUTICAL SERVICES, KOVIN	0.39	0.57	0.40	0.18	0.36	0.33	0.34
9	VOJVODINA PUT, AD, PANČEVO	0.99	1.24	1.79	8.78	6.56	7.54	6.89
10	LINDE GAS SRBIJA, AD, BEČEJ	2.53	5.01	7.10	4.22	9.40	5.24	5.28
11	FKL, AD, TEMERIN	0.34	0.40	0.29	0.30	0.33	0.53	0.43
12	POTISJE, AD, KANJŽA	2.17	0.24	0.27	0.30	0.46	0.69	0.66
13	HOLCIM AGREGATI, AD, BEOGRAD	0.53	0.81	0.39	0.30	0.26	0.18	0.10
14	PERUTNINA PTUJ TOPIKO, AD, BAČKA TOPOLA	0.44	0.43	0.32	0.25	0.47	0.30	0.49
15	SOMBOLED, DOO, SOMBOR	1.05	1.33	1.23	1.07	1.36	1.58	1.27
16	ATB SEVER, DOO, SUBOTICA		0.30	0.47	0.32	0.22	0.25	0.54
17	RADIJATOR, AD, ZRENJANIN	11.86	5.00	3.45	1.23	1.28	1.21	0.83
18	FLUID UTVA, AD, PANČEVO	0.14	0.11	0.46	0.73	0.92	0.83	0.74
19	FABRIKA ŠEĆERA ŠAJKAŠKA, AD, ŽABALJ	0.27	0.30	0.39	0.39	0.49	0.67	0.47
20	MLEKARA SUBOTICA, AD	3.31	1.47	1.82	1.33	1.09	0.95	0.97
21	CARNEX, DOO, VRBAS	0.80	0.99	1.23	1.20	1.40	1.05	0.84
22	LIVNICA KIKINDA, AD, KIKINDA	0.22	0.37	0.33	0.29	0.76	1.89	0.72
23	JT INTERNATIONAL, AD, SENTA	0.11	0.25	0.22	0.41	1.08	0.83	0.77
24	APATINSKA PIVARA, DOO, APATIN	13.65	2.83	2.80	2.29	1.26	0.54	0.33
25	LAFARGE, DOO, BEOČIN	0.10	0.30	1.54	0.96	0.49	0.11	1.61
26	KOTEKS VISCOFAN, DOO, NOVI SAD	0.36	0.14	0.18	0.17	0.15	0.18	0.42
27	POLET, AD, NOVI BEČEJ	0.49	0.65	0.50	0.29	0.19	0.23	0.38
28	STRAŽILOVO, DOO, SREMSKI KARLOVCI	0.27	0.78	0.29	1.87	0.77	0.50	0.41
29	HEMOFARM, AD, VRŠAC	0.69	1.09	1.30	1.19	1.49	1.30	0.95
30	ŠEĆERANA CRVENKA, AD	0.32	0.81	1.04	0.90	1.29	1.38	0.95
31	DIJAMANT, AD, ZRENJANIN	0.42	0.65	0.59	0.37	0.09	0.27	0.15
32	MLEKOPRODUKT, DOO, ZRENJANIN	0.68	2.24	2.24	1.20	1.95	2.07	1.85
33	VEOLIA TRANSPORT LUV, DOO, BEOGRAD		11.69	0.19	0.26	0.25	0.28	0.26
34	VALJAONICA BAKRA SEVOJNO, AD	0.73	0.75	0.67	0.78	0.74	0.51	0.42
35	IMPOL SEVAL, AD, SEVOJNO	0.05	0.33	0.42	0.53	0.43	0.54	0.61
36	LUKOIL SRBIJA, AD, BEOGRAD	0.19	0.57	0.46	0.89	0.85	0.58	0.31
37	XELLA, SRBIJA, DOO, VREOCI	0.07	0.45	0.25	0.18	0.12	0.21	0.20
38	KNJAZ MILOŠ, AD, ARANĐELOVAC	0.43	0.50	0.59	0.34	0.22	0.20	0.32
39	PHILIP MORISS OPERATIONS, AD, NIŠ	1.37	1.79	1.46	1.29	0.93	1.05	1.15
40	FBC, AD, MAJDANPEK	0.19	0.27	0.28	0.37	0.48	0.52	0.43
41	JELEN DO, AD	2.76	0.97	0.95	0.95	0.86	1.27	0.90
42	POLIESTER GRUPA, DOO, PRIBOJ	5.07	5.34	4.45	2.61	3.75	2.93	3.01



*Konkurentski i finansijski efekti međunarodnih preuzimanja u Srbiji*

	NAZIV KOMPANIJE	RACIO REDUKOVANE LIKVIDNOSTI*						
		2003	2006	2007	2008	2009	2010	2011
43	UJEDINJENE SRPSKE PIVARE, AD, ZAJEČAR	1.79	<b>1.29</b>	<b>1.09</b>	<b>0.86</b>	<b>0.53</b>	<b>0.28</b>	<b>0.26</b>
44	ZDRAVLJE, AD, LEKSOVAC	<b>2.42</b>	<b>2.56</b>	<b>1.80</b>	<b>1.95</b>	<b>1.89</b>	<b>1.50</b>	<b>1.47</b>
45	TITAN CEMENTARA, DOO, KOSJERIĆ	<b>0.84</b>	<b>7.84</b>	<b>7.98</b>	<b>1.30</b>	<b>1.07</b>	<b>1.34</b>	<b>2.07</b>
46	PREDUZEĆE ZA PUTEVE ZAJEČAR, AD	0.80	<b>1.29</b>	<b>1.17</b>	<b>5.06</b>	<b>6.72</b>	<b>5.04</b>	<b>2.39</b>
47	KAVIM RAŠKA, AD	0.92	0.42	0.47	0.38	0.18	<b>0.31</b>	<b>0.33</b>
48	SANDŽAK TRANS PUTNIČKI SAOBRAČAJ, AD	0.27	0.64	0.40	<b>0.33</b>	<b>0.27</b>	<b>0.46</b>	<b>0.33</b>
49	ŠUMADIJA LEK, DOO, ČAČAK	1.54	1.53	2.04	<b>0.86</b>	<b>0.59</b>	<b>0.40</b>	<b>1.60</b>
50	AUTOPREVOZ, AD, ČAČAK	0.35	0.50	0.56	<b>0.66</b>	<b>0.76</b>	<b>0.78</b>	<b>0.46</b>
51	BRITISH AMERICAN TOBACCO, AD, VRANJE	1.07	<b>0.97</b>	<b>1.25</b>	<b>1.26</b>	<b>1.22</b>	<b>1.33</b>	<b>1.44</b>
52	VEOLIA TRANSPORT LITAS, AD, POŽAREVAC	0.90	0.95	<b>0.54</b>	<b>0.44</b>	<b>0.91</b>	<b>0.96</b>	<b>0.95</b>
53	KONCERN BAMBI BANAT, AD, BEOGRAD	1.67	<b>1.67</b>	<b>1.29</b>	<b>1.19</b>	<b>1.23</b>	<b>1.14</b>	<b>1.13</b>
54	ALAS HOLDING, AD, LEDINCI	0.38	<b>1.30</b>	<b>2.63</b>	<b>0.94</b>	<b>5.56</b>	<b>3.54</b>	<b>2.00</b>
55	ZVEZDA HELIOS, AD, GORNJI MILANOVAC	2.57	<b>1.15</b>	<b>1.40</b>	<b>1.33</b>	<b>1.27</b>	<b>1.55</b>	<b>1.17</b>
56	TF KABLE FKZ, DOO, ZAJEČAR	0.21	0.68	0.41	<b>0.40</b>	<b>0.30</b>	<b>0.33</b>	<b>0.61</b>
57	VALJEVO PUT, AD	1.34	1.57	2.40	<b>1.63</b>	<b>2.20</b>	<b>0.40</b>	<b>0.32</b>
58	HOLCIM SRBIJA, DOO, POPOVAC	<b>0.01</b>	<b>3.48</b>	<b>0.32</b>	<b>0.19</b>	<b>0.43</b>	<b>0.29</b>	<b>0.30</b>
59	KAVIM JEDINSTVO, DOO, VRANJE	1.39	0.64	0.89	1.27	<b>0.31</b>	<b>0.39</b>	<b>0.35</b>
60	HENKEL SRBIJA, DOO, BEOGRAD	<b>1.32</b>	<b>5.00</b>	<b>4.07</b>	<b>2.76</b>	<b>3.64</b>	<b>3.98</b>	<b>2.85</b>
61	INOS BALKAN, DOO, VALJEVO	0.40	<b>0.37</b>	<b>0.65</b>	<b>0.35</b>	<b>0.25</b>	<b>0.46</b>	<b>0.65</b>
62	TERMoeLEKTRO, DOO, BEOGRAD	0.86	0.26	0.39	<b>0.74</b>	<b>0.95</b>	<b>1.08</b>	<b>0.96</b>
63	FRIKOM, AD, PADINSKA SKELA	0.15	<b>1.17</b>	<b>1.62</b>	<b>0.82</b>	<b>2.32</b>	<b>1.05</b>	<b>1.28</b>
64	IMLEK, AD, PADINSKA SKELA	<b>8.86</b>	<b>1.85</b>	<b>0.83</b>	<b>1.05</b>	<b>1.03</b>	<b>1.11</b>	<b>1.12</b>
65	AD ŠTARK	0.78	1.13	<b>1.88</b>	<b>1.43</b>	<b>1.94</b>	<b>2.44</b>	<b>2.44</b>
66	ATEKS, DOO, BEOGRAD	0.21	<b>0.12</b>	<b>0.22</b>	<b>0.54</b>	<b>0.35</b>	<b>0.62</b>	<b>0.20</b>
67	STRAUSS ADRIATIC, DOO, ŠIMANOVCI	0.66	<b>0.62</b>	<b>0.64</b>	<b>0.69</b>	<b>4.17</b>	<b>2.18</b>	<b>4.25</b>
68	NIS, AD NOVI SAD		0.80	0.45	0.37	<b>0.48</b>	<b>0.49</b>	<b>1.05</b>
69	KOLUBARA UNIVERZAL, DOO, VELIKI CRLJANI		14.22	3.02	11.27	<b>18.69</b>	<b>11.30</b>	<b>14.84</b>
70	MONDI, DOO, PARAĆIN	0.17	<b>3.09</b>	<b>1.26</b>	<b>2.59</b>	<b>2.13</b>	<b>1.63</b>	<b>2.20</b>
71	TIGAR TYRES, DOO PIROT	0.77	0.73	1.00	1.29	<b>2.07</b>	<b>1.16</b>	<b>1.55</b>
72	NOVA SLOGA, AD, TRSTENIK	0.29	0.13	0.09	0.14	<b>0.53</b>	<b>0.13</b>	<b>0.34</b>
73	8.MART, AD, BEOGRAD	0.71	0.68	0.84	<b>0.99</b>	<b>0.98</b>	<b>1.01</b>	<b>0.98</b>
74	VLASINKA, DOO, BEOGRAD	1.55	<b>3.17</b>	<b>3.72</b>	<b>3.52</b>	<b>4.81</b>	<b>2.10</b>	<b>2.18</b>
75	CE-ZA-R, DOO, BEOGRAD	0.03	<b>0.83</b>	<b>0.15</b>	<b>0.06</b>	<b>0.69</b>	<b>0.76</b>	<b>1.86</b>
76	MARBO PRODUCT, DOO, BEOGRAD	0.62	0.83	1.80	2.52	<b>1.63</b>	<b>0.94</b>	<b>0.94</b>
77	PUTEVI ČAČAK, AD	0.76	1.90	<b>3.34</b>	<b>5.79</b>	<b>7.46</b>	<b>6.36</b>	<b>4.88</b>
78	GRAND PROM, DOO, BEOGRAD	0.88	<b>0.98</b>	<b>1.39</b>	<b>1.16</b>	<b>1.19</b>	<b>1.04</b>	<b>1.32</b>
	<b>REFERENTNA VREDNOST**</b>		1.52	1.45	2.61	3.65	3.23	1.95

\* Boldovani podaci se odnose na godine kada je kompanija bila u stranom vlasništvu

\*\* Referentna vrednost se odnosi na prosečnu vrednost pokazatelja 100 kompanija sa najvećom neto dobiti u Srbiji u datoj godini

*Prilog 3a. Racio pokrića stalne imovine kod međunarodnih preuzimanja*

	NAZIV KOMPANIJE	RACIO POKRIĆA STALNE IMOVINE*						
		2003	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	MULTIVITA, DOO, VRŠAC		948.47	943.59	<b>215.45</b>	<b>354.45</b>	<b>164.91</b>	<b>144.00</b>
2	TARKETT, DOO, BAČKA PALANKA	1.61	2.00	<b>1.67</b>	<b>1.52</b>	<b>0.77</b>	<b>1.22</b>	<b>1.50</b>
3	CARLSBERG SRBIJA, DOO, ČELAREVO	1.52	<b>0.36</b>	<b>0.83</b>	<b>0.76</b>	<b>0.84</b>	<b>0.87</b>	<b>1.05</b>
4	FRESH & CO, DOO, SUBOTICA	1.18	-0.09	<b>-1.15</b>	<b>1.15</b>	<b>0.89</b>	<b>0.64</b>	<b>0.62</b>
5	FABRIKA ŠEĆERA, TE-TO SENTA, AD	<b>0.43</b>	<b>0.83</b>	<b>0.64</b>	<b>0.63</b>	<b>0.64</b>	<b>0.91</b>	<b>1.60</b>
6	FRESENIUS MEDICAL CARE SRBIJA, VRŠAC	17.86	5.68	<b>4.70</b>	<b>2.55</b>	<b>2.73</b>	<b>2.60</b>	<b>3.80</b>
7	MITAS, DOO, RUMA	0.05	<b>0.63</b>	<b>0.64</b>	<b>0.66</b>	<b>0.99</b>	<b>0.93</b>	<b>0.68</b>
8	WEST FARMACEUTICAL SERVICES, KOVIN	<b>0.97</b>	<b>0.49</b>	<b>0.26</b>	<b>0.05</b>	<b>0.31</b>	<b>0.21</b>	<b>0.23</b>
9	VOJVODINA PUT, AD, PANČEVO	1.12	0.87	<b>0.89</b>	<b>0.55</b>	<b>0.26</b>	<b>0.55</b>	<b>0.68</b>
10	LINDE GAS SRBIJA, AD, BEČEJ	<b>1.17</b>	<b>1.18</b>	<b>1.25</b>	<b>1.16</b>	<b>1.30</b>	<b>1.23</b>	<b>1.32</b>
11	FKL, AD, TEMERIN	0.37	0.63	0.60	0.59	0.67	<b>0.82</b>	<b>0.82</b>
12	POTISJE, AD, KANJIŽA	1.25	<b>0.66</b>	<b>0.72</b>	<b>0.76</b>	<b>0.89</b>	<b>1.10</b>	<b>1.38</b>
13	HOLCIM AGREGATI, AD, BEOGRAD	0.81	0.97	0.53	-0.10	0.71	<b>0.46</b>	<b>0.35</b>
14	PERUTNINA PTUJ TOPIKO, AD, BAČKA TOPOLA	0.77	<b>0.20</b>	<b>-0.24</b>	<b>-0.41</b>	<b>0.24</b>	<b>0.06</b>	<b>0.11</b>
15	SOMBOLED, DOO, SOMBOR	0.82	<b>0.98</b>	<b>1.07</b>	<b>1.02</b>	<b>1.23</b>	<b>1.30</b>	<b>1.27</b>
16	ATB SEVER, DOO, SUBOTICA		<b>-0.68</b>	<b>-1.11</b>	<b>-1.28</b>	<b>-1.98</b>	<b>-1.64</b>	<b>0.13</b>
17	RADIJATOR, AD, ZRENJANIN	1.98	2.87	2.70	<b>2.39</b>	<b>2.12</b>	<b>2.07</b>	<b>1.73</b>
18	FLUID UTVA, AD, PANČEVO	0.22	-0.04	<b>0.08</b>	<b>0.10</b>	<b>0.07</b>	<b>-0.27</b>	<b>-0.83</b>
19	FABRIKA ŠEĆERA ŠAJKAŠKA, AD, ŽABALJ	<b>0.15</b>	<b>1.38</b>	<b>1.81</b>	<b>2.15</b>	<b>2.57</b>	<b>2.55</b>	<b>2.50</b>
20	MLEKARA SUBOTICA, AD	2.34	<b>1.18</b>	<b>1.19</b>	<b>1.10</b>	<b>1.02</b>	<b>0.97</b>	<b>1.09</b>
21	CARNEX, DOO, VRBAS	1.30	<b>1.24</b>	<b>1.38</b>	<b>1.42</b>	<b>1.39</b>	<b>1.32</b>	<b>1.14</b>
22	LIVNICA KIKINDA, AD, KIKINDA	0.16	<b>0.22</b>	<b>0.19</b>	<b>0.25</b>	<b>0.27</b>	<b>0.23</b>	<b>0.08</b>
23	JT INTERNATIONAL, AD, SENTA	0.40	0.44	<b>0.18</b>	<b>0.14</b>	<b>1.48</b>	<b>0.99</b>	<b>0.79</b>
24	APATINSKA PIVARA, DOO, APATIN	3.48	<b>1.57</b>	<b>1.62</b>	<b>1.38</b>	<b>1.42</b>	<b>0.03</b>	<b>0.17</b>
25	LAFARGE, DOO, BEOČIN	<b>0.28</b>	<b>0.60</b>	<b>0.85</b>	<b>0.97</b>	<b>0.81</b>	<b>0.80</b>	<b>1.11</b>
26	KOTEKS VISCOFAN, DOO, NOVI SAD	0.57	<b>0.57</b>	<b>0.51</b>	<b>0.46</b>	<b>0.45</b>	<b>0.45</b>	<b>0.86</b>
27	POLET, AD, NOVI BEČEJ	0.66	<b>0.59</b>	<b>0.64</b>	<b>0.50</b>	<b>0.52</b>	<b>0.47</b>	<b>0.65</b>
28	STRAŽILOVO, DOO, SREMSKI KARLOVCI	0.95	<b>0.84</b>	<b>0.73</b>	<b>0.51</b>	<b>0.38</b>	<b>0.22</b>	<b>0.40</b>
29	HEMOFARM, AD, VRŠAC	0.78	1.28	0.76	<b>0.99</b>	<b>0.88</b>	<b>1.09</b>	<b>1.43</b>
30	ŠEĆERANA CRVENKA, AD	<b>1.29</b>	<b>2.06</b>	<b>2.67</b>	<b>3.07</b>	<b>3.63</b>	<b>3.38</b>	<b>3.53</b>
31	DIJAMANT, AD, ZRENJANIN	0.61	<b>2.20</b>	<b>1.94</b>	<b>1.61</b>	<b>1.07</b>	<b>1.06</b>	<b>1.20</b>
32	MLEKOPRODUKT, DOO, ZRENJANIN	1.00	<b>2.26</b>	<b>1.98</b>	<b>1.56</b>	<b>1.68</b>	<b>1.68</b>	<b>1.75</b>
33	VEOLIA TRANSPORT LUV, DOO, BEOGRAD		0.02	0.09	<b>0.32</b>	<b>0.50</b>	<b>0.59</b>	<b>0.42</b>
34	VALJAONICA BAKRA SEVOJNO, AD	0.83	0.46	0.69	0.71	<b>0.73</b>	<b>0.73</b>	<b>0.74</b>
35	IMPOL SEVAL, AD, SEVOJNO	<b>-0.13</b>	<b>0.35</b>	<b>0.45</b>	<b>0.48</b>	<b>0.44</b>	<b>0.50</b>	<b>0.54</b>
36	LUKOIL SRBIJA, AD, BEOGRAD	0.49	<b>0.34</b>	<b>0.20</b>	<b>0.16</b>	<b>0.01</b>	<b>-0.22</b>	<b>-0.29</b>
37	XELLA, SRBIJA, DOO, VREOCI	0.65	<b>0.22</b>	<b>0.23</b>	<b>0.26</b>	<b>0.25</b>	<b>0.13</b>	<b>-0.01</b>
38	KNJAZ MILOŠ, AD, ARANĐELOVAC	0.77	<b>0.12</b>	<b>0.14</b>	<b>0.12</b>	<b>0.06</b>	<b>-0.10</b>	<b>0.22</b>
39	PHILIP MORISS OPERATIONS, AD, NIŠ	1.21	<b>1.60</b>	<b>1.63</b>	<b>1.59</b>	<b>1.56</b>	<b>1.79</b>	<b>1.93</b>
40	FBC, AD, MAJDANPEK	-0.58	<b>0.19</b>	<b>0.21</b>	<b>-0.17</b>	<b>0.24</b>	<b>0.24</b>	<b>0.23</b>
41	JELEN DO, AD	1.27	<b>0.93</b>	<b>0.96</b>	<b>0.92</b>	<b>0.92</b>	<b>0.88</b>	<b>0.78</b>
42	POLIESTER GRUPA, DOO, PRIBOJ	1.29	1.58	1.56	1.99	<b>1.75</b>	<b>1.27</b>	<b>1.57</b>

*Konkurentski i finansijski efekti međunarodnih preuzimanja u Srbiji*

	NAZIV KOMPANIJE	RACIO POKRIĆA STALNE IMOVINE*						
		2003	2006	2007	2008	2009	2010	2011
43	UJEDINJENE SRPSKE PIVARE, AD, ZAJEČAR	1.44	<b>1.15</b>	<b>1.30</b>	<b>1.28</b>	<b>0.63</b>	<b>0.05</b>	<b>-0.49</b>
44	ZDRAVLJE, AD, LEKSOVAC	<b>1.17</b>	<b>1.03</b>	<b>0.96</b>	<b>0.96</b>	<b>0.99</b>	<b>1.00</b>	<b>0.95</b>
45	TITAN CEMENTARA, DOO, KOSJERIĆ	<b>1.08</b>	<b>1.70</b>	<b>2.11</b>	<b>1.21</b>	<b>1.12</b>	<b>1.14</b>	<b>1.18</b>
46	PREDUZEĆE ZA PUTEVE ZAJEČAR, AD	0.67	<b>1.03</b>	<b>0.79</b>	<b>0.25</b>	<b>-0.15</b>	<b>-0.18</b>	<b>-0.17</b>
47	KAVIM RAŠKA, AD	1.03	0.53	0.69	0.42	0.30	<b>0.33</b>	<b>0.55</b>
48	SANDŽAK TRANS PUTNIČKI SAOBRAČAJ, AD	0.41	0.07	-0.25	<b>0.71</b>	<b>0.30</b>	<b>-0.15</b>	<b>-0.38</b>
49	ŠUMADIJA LEK, DOO, ČAČAK	3.38	3.91	4.25	<b>1.29</b>	<b>-0.18</b>	<b>-2.23</b>	<b>2.53</b>
50	AUTOPREVOZ, AD, ČAČAK	0.79	0.72	0.73	<b>0.72</b>	<b>0.74</b>	<b>0.71</b>	<b>0.65</b>
51	BRITISH AMERICAN TOBACCO, AD, VRANJE	1.52	<b>0.29</b>	<b>0.15</b>	<b>-0.16</b>	<b>-0.75</b>	<b>-1.39</b>	<b>-1.87</b>
52	VEOLIA TRANSPORT LITAS, AD, POŽAREVAC	1.03	0.54	<b>0.61</b>	<b>0.60</b>	<b>0.42</b>	<b>0.48</b>	<b>0.49</b>
53	KONCERN BAMBI BANAT, AD, BEOGRAD	1.20	<b>1.42</b>	<b>1.20</b>	<b>0.93</b>	<b>0.96</b>	<b>1.09</b>	<b>1.26</b>
54	ALAS HOLDING, AD, LEDINCI	1.19	<b>0.74</b>	<b>0.71</b>	<b>0.65</b>	<b>0.56</b>	<b>0.65</b>	<b>0.85</b>
55	ZVEZDA HELIOS, AD, GORNJI MILANOVAC	1.83	<b>1.35</b>	<b>1.44</b>	<b>1.49</b>	<b>1.63</b>	<b>1.64</b>	<b>1.42</b>
56	TF KABLE FKZ, DOO, ZAJEČAR	-0.03	0.80	0.80	<b>0.16</b>	<b>0.03</b>	<b>-0.05</b>	<b>-0.02</b>
57	VALJEVO PUT, AD	1.36	1.20	1.38	<b>1.07</b>	<b>0.63</b>	<b>-0.12</b>	<b>-0.68</b>
58	HOLCIM SRBIJA, DOO, POPOVAC	<b>0.51</b>	<b>0.69</b>	<b>0.63</b>	<b>0.56</b>	<b>0.66</b>	<b>0.76</b>	<b>0.76</b>
59	KAVIM JEDINSTVO, DOO, VRANJE	1.08	0.92	0.93	0.73	<b>0.68</b>	<b>0.60</b>	<b>0.58</b>
60	HENKEL SRBIJA, DOO, BEOGRAD	<b>1.31</b>	<b>2.22</b>	<b>2.62</b>	<b>2.60</b>	<b>3.05</b>	<b>3.89</b>	<b>3.06</b>
61	INOS BALKAN, DOO, VALJEVO	1.31	<b>1.11</b>	<b>0.43</b>	<b>0.88</b>	<b>0.71</b>	<b>0.94</b>	<b>1.17</b>
62	TERMoeLEKTRO, DOO, BEOGRAD	1.12	-0.19	0.25	<b>0.59</b>	<b>0.95</b>	<b>1.06</b>	<b>1.01</b>
63	FRIKOM, AD, PADINSKA SKELA	0.44	<b>1.11</b>	<b>1.25</b>	<b>1.03</b>	<b>0.84</b>	<b>0.89</b>	<b>1.00</b>
64	IMLEK, AD, PADINSKA SKELA	<b>1.83</b>	<b>1.39</b>	<b>0.89</b>	<b>0.89</b>	<b>0.88</b>	<b>0.95</b>	<b>1.05</b>
65	AD ŠTARK	1.14	0.66	<b>0.80</b>	<b>0.94</b>	<b>1.15</b>	<b>1.43</b>	<b>1.63</b>
66	ATEKS, DOO, BEOGRAD	0.67	<b>0.64</b>	<b>0.68</b>	<b>0.94</b>	<b>0.83</b>	<b>0.91</b>	<b>0.75</b>
67	STRAUSS ADRIATIC, DOO, ŠIMANOVCI	0.27	<b>0.39</b>	<b>0.69</b>	<b>0.98</b>	<b>1.02</b>	<b>0.83</b>	<b>0.87</b>
68	NIS, AD NOVI SAD		0.67	0.90	0.78	<b>0.34</b>	<b>0.43</b>	<b>0.64</b>
69	KOLUBARA UNIVERZAL, DOO, VELIKI CRLJANI		2.38	2.71	3.21	<b>3.64</b>	<b>3.83</b>	<b>3.90</b>
70	MONDI, DOO, PARAĆIN	0.63	<b>0.85</b>	<b>1.08</b>	<b>0.50</b>	<b>0.62</b>	<b>0.85</b>	<b>1.29</b>
71	TIGAR TYRES, DOO PIROT	0.94	1.06	1.03	0.94	<b>1.36</b>	<b>1.50</b>	<b>1.62</b>
72	NOVA SLOGA, AD, TRSTENIK	0.92	0.40	0.16	-0.17	<b>-0.01</b>	<b>0.37</b>	<b>0.18</b>
73	8.MART, AD, BEOGRAD	0.63	0.82	1.07	<b>0.96</b>	<b>1.00</b>	<b>0.98</b>	<b>1.17</b>
74	VLASINKA, DOO, BEOGRAD	1.46	<b>1.71</b>	<b>1.90</b>	<b>1.90</b>	<b>2.20</b>	<b>1.94</b>	<b>1.79</b>
75	CE-ZA-R, DOO, BEOGRAD	-0.78	<b>2.44</b>	<b>0.55</b>	<b>0.16</b>	<b>0.60</b>	<b>1.12</b>	<b>1.42</b>
76	MARBO PRODUCT, DOO, BEOGRAD	0.53	0.95	1.54	1.85	<b>1.41</b>	<b>1.21</b>	<b>1.32</b>
77	PUTEVI ČAČAK, AD	0.99	0.66	<b>1.25</b>	<b>0.87</b>	<b>0.55</b>	<b>0.46</b>	<b>0.53</b>
78	GRAND PROM, DOO, BEOGRAD	1.25	<b>1.05</b>	<b>1.12</b>	<b>1.18</b>	<b>1.15</b>	<b>1.15</b>	<b>0.09</b>
	<b>REFERENTNA VREDNOST**</b>		0.86	0.86	0.90	0.86	0.80	0.86

\* Boldovani podaci se odnose na godine kada je kompanija bila u stranom vlasništvu

\*\* Referentna vrednost se odnosi na prosečnu vrednost pokazatelja 100 kompanija sa najvećom neto dobiti u Srbiji u datoj godini

*Prilog 3b. Racio pokrića obrtne imovine NOK kod međunarodnih preuzimanja*

	NAZIV KOMPANIJE	STEPEN POKRIĆA OBRTNE IMOVINE NOK*						
		2003	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	MULTIVITA, DOO, VRŠAC		0.40	0.70	<b>0.68</b>	<b>0.70</b>	<b>0.72</b>	<b>0.76</b>
2	TARKETT, DOO, BAČKA PALANKA	0.86	0.83	<b>0.85</b>	<b>0.63</b>	<b>-1.51</b>	<b>0.51</b>	<b>0.74</b>
3	CARLSBERG SRBIJA, DOO, ČELAREVO	0.71	<b>-0.84</b>	<b>-0.25</b>	<b>-0.41</b>	<b>-0.40</b>	<b>-0.31</b>	<b>0.08</b>
4	FRESH & CO, DOO, SUBOTICA	0.39	0.54	<b>0.23</b>	<b>0.51</b>	<b>0.50</b>	<b>0.52</b>	<b>0.48</b>
5	FABRIKA ŠEĆERA, TE-TO SENTA, AD	<b>-0.19</b>	<b>0.02</b>	<b>0.02</b>	<b>-0.10</b>	<b>-0.08</b>	<b>0.14</b>	<b>0.31</b>
6	FRESENIUS MEDICAL CARE SRBIJA, VRŠAC	0.75	0.64	<b>0.63</b>	<b>0.66</b>	<b>0.74</b>	<b>0.75</b>	<b>0.81</b>
7	MITAS, DOO, RUMA	-0.48	<b>0.42</b>	<b>0.59</b>	<b>0.66</b>	<b>0.71</b>	<b>0.56</b>	<b>0.32</b>
8	WEST FARMACEUTICAL SERVICES, KOVIN	<b>-0.09</b>	<b>0.05</b>	<b>-0.23</b>	<b>-0.96</b>	<b>-0.31</b>	<b>-0.55</b>	<b>-0.51</b>
9	VOJVODINA PUT, AD, PANČEVO	0.33	0.27	<b>0.47</b>	<b>0.89</b>	<b>0.86</b>	<b>0.87</b>	<b>0.86</b>
10	LINDE GAS SRBIJA, AD, BEČEJ	<b>0.63</b>	<b>0.80</b>	<b>0.85</b>	<b>0.76</b>	<b>0.88</b>	<b>0.80</b>	<b>0.81</b>
11	FKL, AD, TEMERIN	0.45	0.26	0.13	0.05	0.13	<b>0.09</b>	<b>0.14</b>
12	POTISJE, AD, KANJIŽA	0.77	<b>0.13</b>	<b>-0.28</b>	<b>-0.28</b>	<b>-0.07</b>	<b>0.16</b>	<b>0.28</b>
13	HOLCIM AGREGATI, AD, BEOGRAD	-0.33	0.16	-0.30	-1.27	-2.23	<b>-3.73</b>	<b>-5.33</b>
14	PERUTNINA PTUJ TOPIKO, AD, BAČKA TOPOLA	-0.46	<b>-0.26</b>	<b>-0.94</b>	<b>-1.19</b>	<b>-0.50</b>	<b>-1.13</b>	<b>-0.40</b>
15	SOMBOLED, DOO, SOMBOR	0.48	<b>0.33</b>	<b>0.33</b>	<b>0.26</b>	<b>0.37</b>	<b>0.49</b>	<b>0.38</b>
16	ATB SEVER, DOO, SUBOTICA		<b>-0.58</b>	<b>0.00</b>	<b>-1.04</b>	<b>-2.28</b>	<b>-2.34</b>	<b>-0.31</b>
17	RADIJATOR, AD, ZRENJANIN	0.97	0.91	0.90	<b>0.68</b>	<b>0.62</b>	<b>0.56</b>	<b>0.44</b>
18	FLUID UTVA, AD, PANČEVO	-0.93	-1.68	<b>0.18</b>	<b>0.36</b>	<b>0.25</b>	<b>0.09</b>	<b>-0.11</b>
19	FABRIKA ŠEĆERA ŠAJKAŠKA, AD, ŽABALJ	<b>-0.04</b>	<b>0.16</b>	<b>0.31</b>	<b>0.37</b>	<b>0.36</b>	<b>0.51</b>	<b>0.35</b>
20	MLEKARA SUBOTICA, AD	0.74	<b>0.46</b>	<b>0.54</b>	<b>0.51</b>	<b>0.32</b>	<b>0.21</b>	<b>0.26</b>
21	CARNEX, DOO, VRBAS	0.28	<b>0.36</b>	<b>0.58</b>	<b>0.57</b>	<b>0.57</b>	<b>0.47</b>	<b>0.51</b>
22	LIVNICA KIKINDA, AD, KIKINDA	-0.85	<b>-0.61</b>	<b>-1.26</b>	<b>-1.20</b>	<b>-0.09</b>	<b>0.52</b>	<b>0.13</b>
23	JT INTERNATIONAL, AD, SENTA	0.17	-0.97	<b>-1.31</b>	<b>-0.78</b>	<b>0.26</b>	<b>0.00</b>	<b>-0.06</b>
24	APATINSKA PIVARA, DOO, APATIN	0.94	<b>0.69</b>	<b>0.68</b>	<b>0.64</b>	<b>0.25</b>	<b>-0.88</b>	<b>-1.61</b>
25	LAFARGE, DOO, BEOČIN	<b>-0.46</b>	<b>-0.74</b>	<b>0.57</b>	<b>0.70</b>	<b>0.45</b>	<b>0.31</b>	<b>0.62</b>
26	KOTEKS VISCOFAN, DOO, NOVI SAD	0.01	<b>-2.15</b>	<b>-1.90</b>	<b>-1.67</b>	<b>-2.05</b>	<b>-1.84</b>	<b>-0.27</b>
27	POLET, AD, NOVI BEČEJ	0.50	<b>0.46</b>	<b>0.23</b>	<b>-0.09</b>	<b>-0.99</b>	<b>-1.02</b>	<b>-0.26</b>
28	STRAŽILOVO, DOO, SREMSKI KARLOVCI	0.27	<b>0.09</b>	<b>-1.95</b>	<b>0.51</b>	<b>0.04</b>	<b>-0.32</b>	<b>-0.77</b>
29	HEMOFARM, AD, VRŠAC	-0.01	0.33	0.40	<b>0.35</b>	<b>0.44</b>	<b>0.36</b>	<b>0.22</b>
30	ŠEĆERANA CRVENKA, AD	<b>0.21</b>	<b>0.57</b>	<b>0.71</b>	<b>0.61</b>	<b>0.65</b>	<b>0.62</b>	<b>0.59</b>
31	DIJAMANT, AD, ZRENJANIN	0.11	<b>0.65</b>	<b>0.59</b>	<b>0.37</b>	<b>0.09</b>	<b>0.27</b>	<b>0.15</b>
32	MLEKOPRODUKT, DOO, ZRENJANIN	0.10	<b>0.68</b>	<b>0.64</b>	<b>0.45</b>	<b>0.57</b>	<b>0.59</b>	<b>0.61</b>
33	VEOLIA TRANSPORT LUV, DOO, BEOGRAD		0.92	-3.62	<b>-2.67</b>	<b>-2.60</b>	<b>-2.20</b>	<b>-2.27</b>
34	VALJAONICA BAKRA SEVOJNO, AD	0.12	-0.11	-0.24	-0.21	<b>-0.24</b>	<b>-0.27</b>	<b>-0.40</b>
35	IMPOL SEVAL, AD, SEVOJNO	<b>-0.13</b>	<b>-0.31</b>	<b>0.05</b>	<b>0.01</b>	<b>-0.24</b>	<b>-0.06</b>	<b>0.16</b>
36	LUKOIL SRBIJA, AD, BEOGRAD	-1.01	<b>-0.43</b>	<b>-0.28</b>	<b>0.06</b>	<b>-0.01</b>	<b>-0.29</b>	<b>-0.91</b>
37	XELLA, SRBIJA, DOO, VREOCI	-1.84	<b>-0.33</b>	<b>-0.18</b>	<b>-0.27</b>	<b>-2.23</b>	<b>-0.43</b>	<b>-0.45</b>
38	KNJAZ MILOŠ, AD, ARANĐELOVAC	-0.34	<b>-0.31</b>	<b>-0.05</b>	<b>-1.00</b>	<b>-1.94</b>	<b>-2.24</b>	<b>-1.22</b>
39	PHILIP MORISS OPERATIONS, AD, NIŠ	0.66	<b>0.69</b>	<b>0.62</b>	<b>0.60</b>	<b>0.40</b>	<b>0.43</b>	<b>0.45</b>
40	FBC, AD, MAJDANPEK	-2.92	<b>-0.22</b>	<b>0.09</b>	<b>-0.19</b>	<b>-0.30</b>	<b>-0.08</b>	<b>-0.45</b>
41	JELEN DO, AD	0.78	<b>0.18</b>	<b>0.21</b>	<b>0.19</b>	<b>0.10</b>	<b>0.34</b>	<b>0.11</b>
42	POLIESTER GRUPA, DOO, PRIBOJ	0.88	0.90	0.89	0.81	<b>0.86</b>	<b>0.79</b>	<b>0.80</b>
43	UJEDINJENE SRPSKE PIVARE, AD, ZAJEČAR	0.73	<b>0.56</b>	<b>0.75</b>	<b>0.42</b>	<b>-0.60</b>	<b>-1.91</b>	<b>-2.23</b>
44	ZDRAVLJE, AD, LEKSOVAC	<b>0.71</b>	<b>0.71</b>	<b>0.59</b>	<b>0.59</b>	<b>0.59</b>	<b>0.46</b>	<b>0.51</b>
45	TITAN CEMENTARA, DOO, KOSJERIĆ	<b>0.39</b>	<b>0.91</b>	<b>0.91</b>	<b>0.72</b>	<b>0.69</b>	<b>0.68</b>	<b>0.76</b>

*Konkurentski i finansijski efekti međunarodnih preuzimanja u Srbiji*

	NAZIV KOMPANIJE	STEPEN POKRIĆA OBRTNE IMOVINE NOK*						
		2003	2006	2007	2008	2009	2010	2011
46	PREDUZEĆE ZA PUTEVE ZAJEČAR, AD	0.02	<b>0.26</b>	<b>0.30</b>	<b>0.82</b>	<b>0.87</b>	<b>0.83</b>	<b>0.65</b>
47	KAVIM RAŠKA, AD	0.11	-0.78	-0.33	-0.51	-2.37	<b>-1.47</b>	<b>-1.34</b>
48	SANDŽAK TRANS PUTNIČKI SAOBRAČAJ, AD	-1.69	-2.45	-4.17	<b>-1.54</b>	<b>-2.38</b>	<b>-0.79</b>	<b>-1.40</b>
49	ŠUMADIJA LEK, DOO, ČAČAK	0.61	0.50	0.66	<b>0.07</b>	<b>-0.23</b>	<b>-0.91</b>	<b>0.47</b>
50	AUTOPREVOZ, AD, ČAČAK	-0.72	-0.62	-0.55	<b>-0.30</b>	<b>-0.08</b>	<b>-0.09</b>	<b>-0.46</b>
51	BRITISH AMERICAN TOBACCO, AD, VRANJE	0.68	<b>0.21</b>	<b>0.39</b>	<b>0.32</b>	<b>0.27</b>	<b>0.33</b>	<b>0.36</b>
52	VEOLIA TRANSPORT LITAS, AD, POŽAREVAC	0.23	0.28	<b>-0.54</b>	<b>-0.53</b>	<b>0.10</b>	<b>0.12</b>	<b>0.13</b>
53	KONCERN BAMBI BANAT, AD, BEOGRAD	0.62	<b>0.52</b>	<b>0.39</b>	<b>0.35</b>	<b>0.37</b>	<b>0.31</b>	<b>0.33</b>
54	ALAS HOLDING, AD, LEDINCI	0.50	<b>0.39</b>	<b>0.64</b>	<b>-0.03</b>	<b>0.83</b>	<b>0.72</b>	<b>0.51</b>
55	ZVEZDA HELIOS, AD, GORNJI MILANOVAC	0.81	<b>0.52</b>	<b>0.59</b>	<b>0.50</b>	<b>0.47</b>	<b>0.57</b>	<b>0.41</b>
56	TF KABLE FKZ, DOO, ZAJEČAR	-0.45	0.36	0.14	<b>-0.40</b>	<b>-1.10</b>	<b>-0.65</b>	<b>0.10</b>
57	VALJEVO PUT, AD	0.31	0.40	0.61	<b>0.44</b>	<b>0.58</b>	<b>-1.03</b>	<b>-1.68</b>
58	HOLCIM SRBIJA, DOO, POPOVAC	<b>-1.20</b>	<b>0.76</b>	<b>0.43</b>	<b>-0.28</b>	<b>0.05</b>	<b>-0.26</b>	<b>-0.37</b>
59	KAVIM JEDINSTVO, DOO, VRANJE	0.45	-0.11	0.14	0.32	<b>-1.57</b>	<b>-1.06</b>	<b>-0.92</b>
60	HENKEL SRBIJA, DOO, BEOGRAD	<b>0.50</b>	<b>0.83</b>	<b>0.80</b>	<b>0.70</b>	<b>0.76</b>	<b>0.78</b>	<b>0.69</b>
61	INOS BALKAN, DOO, VALJEVO	0.32	<b>0.24</b>	<b>0.23</b>	<b>0.27</b>	<b>-0.50</b>	<b>0.03</b>	<b>0.29</b>
62	TERMOELEKTRO, DOO, BEOGRAD	0.06	-1.99	-1.13	<b>-0.21</b>	<b>0.00</b>	<b>0.12</b>	<b>0.04</b>
63	FRIKOM, AD, PADINSKA SKELA	-1.29	<b>0.41</b>	<b>0.59</b>	<b>0.34</b>	<b>0.73</b>	<b>0.38</b>	<b>0.54</b>
64	IMLEK, AD, PADINSKA SKELA	<b>0.90</b>	<b>0.57</b>	<b>0.19</b>	<b>0.43</b>	<b>0.23</b>	<b>0.30</b>	<b>0.32</b>
65	AD ŠTARK	0.18	0.23	<b>0.53</b>	<b>0.41</b>	<b>0.55</b>	<b>0.64</b>	<b>0.66</b>
66	ATEKS, DOO, BEOGRAD	-0.60	<b>-1.19</b>	<b>-0.77</b>	<b>0.22</b>	<b>0.03</b>	<b>0.17</b>	<b>-0.37</b>
67	STRAUSS ADRIATIC, DOO, ŠIMANOVCI	-0.24	<b>-0.24</b>	<b>-0.16</b>	<b>-0.01</b>	<b>0.80</b>	<b>0.67</b>	<b>0.80</b>
68	NIS, AD NOVI SAD		0.01	0.04	-0.23	<b>-0.14</b>	<b>0.09</b>	<b>0.48</b>
69	KOLUBARA UNIVERZAL, DOO, VELIKI CRLJANI		0.93	0.65	0.90	<b>0.93</b>	<b>0.90</b>	<b>0.93</b>
70	MONDI, DOO, PARAĆIN	-0.94	<b>0.79</b>	<b>0.56</b>	<b>0.72</b>	<b>0.65</b>	<b>0.61</b>	<b>0.67</b>
71	TIGAR TYRES, DOO PIROT	0.31	0.31	0.36	0.53	<b>0.65</b>	<b>0.42</b>	<b>0.57</b>
72	NOVA SLOGA, AD, TRSTENIK	-0.71	-4.58	-6.79	-4.65	<b>-0.46</b>	<b>-3.82</b>	<b>-0.89</b>
73	8.MART, AD, BEOGRAD	0.16	0.26	0.12	<b>0.08</b>	<b>0.06</b>	<b>0.06</b>	<b>0.05</b>
74	VLASINKA, DOO, BEOGRAD	0.59	<b>0.70</b>	<b>0.75</b>	<b>0.75</b>	<b>0.80</b>	<b>0.56</b>	<b>0.59</b>
75	CE-ZA-R, DOO, BEOGRAD	-5.53	<b>0.32</b>	<b>-0.17</b>	<b>-0.33</b>	<b>-0.21</b>	<b>0.22</b>	<b>0.58</b>
76	MARBO PRODUCT, DOO, BEOGRAD	0.12	0.21	0.59	0.68	<b>0.51</b>	<b>0.28</b>	<b>0.33</b>
77	PUTEVI ČAČAK, AD	-0.03	0.48	<b>0.71</b>	<b>0.84</b>	<b>0.88</b>	<b>0.85</b>	<b>0.81</b>
78	GRAND PROM, DOO, BEOGRAD	0.41	<b>0.19</b>	<b>0.39</b>	<b>0.30</b>	<b>0.27</b>	<b>0.21</b>	<b>0.34</b>
	<b>REFERENTNA VREDNOST**</b>		0.14	0.24	0.32	0.21	0.13	0.11

\* Boldovani podaci se odnose na godine kada je kompanija bila u stranom vlasništvu

\*\* Referentna vrednost se odnosi na prosečnu vrednost pokazatelja 100 kompanija sa najvećom neto dobiti u Srbiji u datoj godini

*Prilog 3c. Racio zaduženosti kod međunarodnih preuzimanja*

	NAZIV KOMPANIJE	RACIO ZADUŽENOSTI*						
		2003	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	MULTIVITA, DOO, VRŠAC		1.55	0.45	<b>0.49</b>	<b>0.44</b>	<b>0.39</b>	<b>0.32</b>
2	TARKETT, DOO, BAČKA PALANKA	0.07	0.10	<b>0.07</b>	<b>0.20</b>	<b>0.50</b>	<b>0.17</b>	<b>0.12</b>
3	CARLSBERG SRBIJA, DOO, ČELAREVO	0.50	<b>2.42</b>	<b>1.02</b>	<b>1.05</b>	<b>0.65</b>	<b>0.60</b>	<b>0.64</b>
4	FRESH & CO, DOO, SUBOTICA	0.79	-20.84	<b>-2.49</b>	<b>0.47</b>	<b>0.98</b>	<b>1.70</b>	<b>2.01</b>
5	FABRIKA ŠEĆERA, TE-TO SENTA, AD	<b>6.90</b>	<b>3.37</b>	<b>4.05</b>	<b>4.16</b>	<b>4.09</b>	<b>2.39</b>	<b>1.16</b>
6	FRESENIUS MEDICAL CARE SRBIJA, VRŠAC	0.33	0.51	<b>0.53</b>	<b>0.36</b>	<b>0.25</b>	<b>0.22</b>	<b>0.18</b>
7	MITAS, DOO, RUMA	43.10	<b>1.86</b>	<b>1.93</b>	<b>2.46</b>	<b>1.90</b>	<b>2.21</b>	<b>2.90</b>
8	WEST FARMACEUTICAL SERVICES, KOVIN	<b>0.40</b>	<b>2.00</b>	<b>4.11</b>	<b>24.37</b>	<b>3.10</b>	<b>5.18</b>	<b>4.70</b>
9	VOJVODINA PUT, AD, PANČEVO	0.57	3.97	<b>5.44</b>	<b>6.33</b>	<b>10.23</b>	<b>6.45</b>	<b>5.29</b>
10	LINDE GAS SRBIJA, AD, BEČEJ	<b>0.18</b>	<b>0.05</b>	<b>0.04</b>	<b>0.05</b>	<b>0.04</b>	<b>0.08</b>	<b>0.08</b>
11	FKL, AD, TEMERIN	7.35	4.52	4.86	5.60	5.21	<b>4.58</b>	<b>4.25</b>
12	POTISJE, AD, KANJIŽA	0.19	<b>1.06</b>	<b>1.13</b>	<b>1.19</b>	<b>0.86</b>	<b>0.91</b>	<b>0.98</b>
13	HOLCIM AGREGATI, AD, BEOGRAD	0.94	1.47	2.56	-19.07	0.58	<b>1.43</b>	<b>2.13</b>
14	PERUTNINA PTUJ TOPIKO, AD, BAČKA TOPOLA	0.82	<b>8.43</b>	<b>-7.30</b>	<b>-4.66</b>	<b>5.25</b>	<b>23.98</b>	<b>14.58</b>
15	SOMBOLED, DOO, SOMBOR	1.48	<b>0.86</b>	<b>0.60</b>	<b>0.91</b>	<b>0.50</b>	<b>0.35</b>	<b>0.47</b>
16	ATB SEVER, DOO, SUBOTICA		<b>-3.70</b>	<b>-2.79</b>	<b>-2.42</b>	<b>-1.87</b>	<b>-2.15</b>	<b>11.23</b>
17	RADIJATOR, AD, ZRENJANIN	0.09	0.17	0.15	<b>0.37</b>	<b>0.47</b>	<b>0.62</b>	<b>0.75</b>
18	FLUID UTVA, AD, PANČEVO	5.33	-34.82	<b>22.15</b>	<b>19.99</b>	<b>27.69</b>	<b>-9.99</b>	<b>-4.07</b>
19	FABRIKA ŠEĆERA ŠAJKAŠKA, AD, ŽABALJ	<b>24.34</b>	<b>1.92</b>	<b>1.27</b>	<b>1.16</b>	<b>1.19</b>	<b>0.83</b>	<b>1.37</b>
20	MLEKARA SUBOTICA, AD	0.13	<b>0.20</b>	<b>0.16</b>	<b>0.40</b>	<b>0.41</b>	<b>0.42</b>	<b>0.37</b>
21	CARNEX, DOO, VRBAS	0.63	<b>0.45</b>	<b>0.38</b>	<b>0.36</b>	<b>0.30</b>	<b>0.40</b>	<b>0.46</b>
22	LIVNICA KIKINDA, AD, KIKINDA	6.79	<b>5.11</b>	<b>5.96</b>	<b>4.40</b>	<b>5.00</b>	<b>10.11</b>	<b>28.27</b>
23	JT INTERNATIONAL, AD, SENTA	2.59	2.59	<b>7.98</b>	<b>14.48</b>	<b>0.92</b>	<b>2.37</b>	<b>4.68</b>
24	APATINSKA PIVARA, DOO, APATIN	0.05	<b>0.16</b>	<b>0.19</b>	<b>0.19</b>	<b>0.88</b>	<b>45.93</b>	<b>6.43</b>
25	LAFARGE, DOO, BEOČIN	<b>3.25</b>	<b>1.37</b>	<b>0.81</b>	<b>0.56</b>	<b>0.64</b>	<b>0.57</b>	<b>0.38</b>
26	KOTEKS VISCOFAN, DOO, NOVI SAD	1.09	<b>1.12</b>	<b>1.34</b>	<b>1.77</b>	<b>1.82</b>	<b>1.89</b>	<b>0.73</b>
27	POLET, AD, NOVI BEČEJ	1.12	<b>1.38</b>	<b>1.27</b>	<b>2.04</b>	<b>1.68</b>	<b>2.05</b>	<b>1.68</b>
28	STRAŽILOVO, DOO, SREMSKI KARLOVCI	0.28	<b>0.39</b>	<b>0.52</b>	<b>1.67</b>	<b>2.76</b>	<b>5.22</b>	<b>1.99</b>
29	HEMOFARM, AD, VRŠAC	0.78	1.28	0.76	<b>0.99</b>	<b>0.88</b>	<b>1.09</b>	<b>1.43</b>
30	ŠEĆERANA CRVENKA, AD	<b>1.31</b>	<b>0.70</b>	<b>0.33</b>	<b>0.48</b>	<b>0.43</b>	<b>0.54</b>	<b>0.58</b>
31	DIJAMANT, AD, ZRENJANIN	3.26	<b>0.85</b>	<b>1.20</b>	<b>1.24</b>	<b>1.34</b>	<b>1.71</b>	<b>1.22</b>
32	MLEKOPRODUKT, DOO, ZRENJANIN	0.83	<b>0.26</b>	<b>0.31</b>	<b>0.51</b>	<b>0.35</b>	<b>0.32</b>	<b>0.32</b>
33	VEOLIA TRANSPORT LUV, DOO, BEOGRAD		53.04	11.21	<b>2.47</b>	<b>1.36</b>	<b>1.00</b>	<b>1.99</b>
34	VALJAONICA BAKRA SEVOJNO, AD	1.34	2.70	0.87	0.87	<b>1.04</b>	<b>1.15</b>	<b>1.02</b>
35	IMPOL SEVAL, AD, SEVOJNO	<b>-17.16</b>	<b>3.55</b>	<b>2.66</b>	<b>2.47</b>	<b>2.66</b>	<b>3.19</b>	<b>2.58</b>
36	LUKOIL SRBIJA, AD, BEOGRAD	7.91	<b>2.83</b>	<b>6.77</b>	<b>8.62</b>	<b>132.66</b>	<b>-7.36</b>	<b>-5.74</b>
37	XELLA, SRBIJA, DOO, VREOCI	0.83	<b>4.13</b>	<b>4.30</b>	<b>3.59</b>	<b>4.24</b>	<b>9.31</b>	<b>-110.94</b>
38	KNJAZ MILOŠ, AD, ARANĐELOVAC	0.80	<b>10.27</b>	<b>9.39</b>	<b>10.60</b>	<b>22.71</b>	<b>-16.09</b>	<b>6.06</b>
39	PHILIP MORISS OPERATIONS, AD, NIŠ	0.10	<b>0.24</b>	<b>0.33</b>	<b>0.32</b>	<b>0.66</b>	<b>0.67</b>	<b>0.61</b>
40	FBC, AD, MAJDANPEK	-3.54	<b>10.44</b>	<b>9.04</b>	<b>-11.42</b>	<b>5.70</b>	<b>6.49</b>	<b>6.43</b>
41	JELEN DO, AD	0.06	<b>0.62</b>	<b>0.58</b>	<b>0.71</b>	<b>0.79</b>	<b>1.59</b>	<b>1.72</b>
42	POLIESTER GRUPA, DOO, PRIBOJ	0.50	0.54	0.57	0.64	<b>0.64</b>	<b>0.89</b>	<b>0.21</b>
43	UJEDINJENE SRPSKE PIVARE, AD, ZAJEČAR	0.15	<b>0.11</b>	<b>0.09</b>	<b>0.31</b>	<b>1.53</b>	<b>27.18</b>	<b>-4.38</b>
44	ZDRAVLJE, AD, LEKSOVAC	<b>0.29</b>	<b>0.68</b>	<b>0.84</b>	<b>0.97</b>	<b>1.07</b>	<b>1.50</b>	<b>0.97</b>
45	TITAN CEMENTARA, DOO, KOSJERIC	<b>0.12</b>	<b>0.08</b>	<b>0.09</b>	<b>0.11</b>	<b>0.08</b>	<b>0.09</b>	<b>0.07</b>

*Konkurentski i finansijski efekti međunarodnih preuzimanja u Srbiji*

	NAZIV KOMPANIJE	RACIO ZADUŽENOSTI*						
		2003	2006	2007	2008	2009	2010	2011
46	PREDUZEĆE ZA PUTEVE ZAJEČAR, AD	1.23	<b>1.83</b>	<b>4.72</b>	<b>16.94</b>	<b>-26.37</b>	<b>-20.09</b>	<b>-24.94</b>
47	KAVIM RAŠKA, AD	0.23	1.44	1.05	1.88	2.95	<b>2.56</b>	<b>1.19</b>
48	SANDŽAK TRANS PUTNIČKI SAOBRAČAJ, AD	2.18	6.87	-5.99	<b>0.68</b>	<b>3.25</b>	<b>-10.28</b>	<b>-4.52</b>
49	ŠUMADIJA LEK, DOO, ČAČAK	0.43	0.75	0.40	<b>3.62</b>	<b>-33.36</b>	<b>-2.99</b>	<b>0.72</b>
50	AUTOPREVOZ, AD, ČAČAK	0.43	0.55	0.54	<b>0.53</b>	<b>0.52</b>	<b>0.65</b>	<b>0.76</b>
51	BRITISH AMERICAN TOBACCO, AD, VRANJE	0.14	<b>6.05</b>	<b>14.24</b>	<b>-15.13</b>	<b>-4.73</b>	<b>-3.29</b>	<b>-2.92</b>
52	VEOLIA TRANSPORT LITAS, AD, POŽAREVAC	0.27	1.57	<b>1.24</b>	<b>1.16</b>	<b>2.20</b>	<b>1.82</b>	<b>1.75</b>
53	KONCERN BAMBI BANAT, AD, BEOGRAD	0.58	<b>0.35</b>	<b>0.63</b>	<b>1.03</b>	<b>0.99</b>	<b>0.98</b>	<b>0.92</b>
54	ALAS HOLDING, AD, LEDINCI	0.18	<b>0.59</b>	<b>0.86</b>	<b>1.04</b>	<b>1.31</b>	<b>1.52</b>	<b>1.44</b>
55	ZVEZDA HELIOS, AD, GORNJI MILANOVAC	0.13	<b>0.77</b>	<b>0.74</b>	<b>0.83</b>	<b>0.80</b>	<b>0.74</b>	<b>0.78</b>
56	TF KABLE FKZ, DOO, ZAJEČAR	-64.88	1.47	1.23	<b>13.99</b>	<b>53.77</b>	<b>-53.30</b>	<b>-177.52</b>
57	VALJEVO PUT, AD	0.68	1.33	0.81	<b>0.74</b>	<b>0.89</b>	<b>-9.68</b>	<b>-2.95</b>
58	HOLCIM SRBIJA, DOO, POPOVAC	<b>1.22</b>	<b>0.84</b>	<b>0.76</b>	<b>0.99</b>	<b>0.71</b>	<b>0.48</b>	<b>0.55</b>
59	KAVIM JEDINSTVO, DOO, VRANJE	0.26	0.26	0.26	0.78	<b>0.64</b>	<b>0.92</b>	<b>1.05</b>
60	HENKEL SRBIJA, DOO, BEOGRAD	<b>0.23</b>	<b>0.11</b>	<b>0.16</b>	<b>0.26</b>	<b>0.22</b>	<b>0.23</b>	<b>0.32</b>
61	INOS BALKAN, DOO, VALJEVO	1.12	<b>1.29</b>	<b>3.35</b>	<b>0.81</b>	<b>0.88</b>	<b>0.57</b>	<b>0.36</b>
62	TERMoeLEKTRO, DOO, BEOGRAD	1.54	-9.20	5.26	<b>1.10</b>	<b>1.07</b>	<b>0.83</b>	<b>0.90</b>
63	FRIKOM, AD, PADINSKA SKELA	1.84	<b>0.65</b>	<b>0.41</b>	<b>0.58</b>	<b>1.13</b>	<b>1.19</b>	<b>0.98</b>
64	IMLEK, AD, PADINSKA SKELA	<b>0.13</b>	<b>0.29</b>	<b>0.54</b>	<b>0.70</b>	<b>0.75</b>	<b>0.81</b>	<b>0.65</b>
65	AD ŠTARK	0.77	1.74	<b>1.17</b>	<b>1.11</b>	<b>0.72</b>	<b>0.62</b>	<b>0.53</b>
66	ATEKS, DOO, BEOGRAD	0.94	<b>0.91</b>	<b>0.90</b>	<b>0.48</b>	<b>0.62</b>	<b>0.63</b>	<b>0.70</b>
67	STRAUSS ADRIATIC, DOO, ŠIMANOVCI	11.46	<b>7.62</b>	<b>2.90</b>	<b>2.24</b>	<b>1.81</b>	<b>2.84</b>	<b>2.50</b>
68	NIS, AD NOVI SAD		1.78	0.66	0.86	<b>3.46</b>	<b>2.77</b>	<b>1.66</b>
69	KOLUBARA UNIVERZAL, DOO, VELIKI CRLJANI		0.04	0.33	0.08	<b>0.05</b>	<b>0.08</b>	<b>0.18</b>
70	MONDI, DOO, PARAĆIN	1.21	<b>1.11</b>	<b>1.43</b>	<b>2.92</b>	<b>2.86</b>	<b>2.12</b>	<b>1.40</b>
71	TIGAR TYRES, DOO PIROT	0.99	1.18	1.26	1.35	<b>0.78</b>	<b>0.82</b>	<b>0.63</b>
72	NOVA SLOGA, AD, TRSTENIK	0.21	1.80	5.82	-7.66	<b>-94.06</b>	<b>1.85</b>	<b>4.95</b>
73	8.MART, AD, BEOGRAD	1.32	1.30	3.71	<b>6.71</b>	<b>8.18</b>	<b>9.32</b>	<b>10.80</b>
74	VLASINKA, DOO, BEOGRAD	0.24	<b>0.19</b>	<b>0.16</b>	<b>0.16</b>	<b>0.14</b>	<b>0.38</b>	<b>0.31</b>
75	CE-ZA-R, DOO, BEOGRAD	-2.69	<b>1.24</b>	<b>4.79</b>	<b>20.11</b>	<b>3.58</b>	<b>1.53</b>	<b>0.95</b>
76	MARBO PRODUCT, DOO, BEOGRAD	1.66	0.79	0.46	0.22	<b>0.29</b>	<b>0.46</b>	<b>0.52</b>
77	PUTEVI ČAČAK, AD	0.33	2.63	<b>1.94</b>	<b>2.70</b>	<b>3.28</b>	<b>3.65</b>	<b>3.05</b>
78	GRAND PROM, DOO, BEOGRAD	1.46	<b>0.24</b>	<b>0.33</b>	<b>0.46</b>	<b>0.56</b>	<b>0.54</b>	<b>14.81</b>
	<b>REFERENTNA VREDNOST**</b>		0.71	0.80	0.77	0.86	0.86	0.56

\* Boldovani podaci se odnose na godine kada je kompanija bila u stranom vlasništvu

\*\* Referentna vrednost se odnosi na prosečnu vrednost pokazatelja 100 kompanija sa najvećom neto dobiti u Srbiji u datoj godini

*Prilog 4a. Racio obrta poslovne imovine kod međunarodnih preuzimanja*

	NAZIV KOMPANIJE	RACIO OBRTA POSLOVNE IMOVINE*						
		2003	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	MULTIVITA, DOO, VRŠAC		1.62	1.61	1.30	1.18	0.94	0.56
2	TARKETT, DOO, BAČKA PALANKA	1.23	1.14	1.18	1.01	0.52	0.72	0.96
3	CARLSBERG SRBIJA, DOO, ČELAREVO	0.74	0.72	0.94	0.96	0.90	1.09	1.18
4	FRESH & CO, DOO, SUBOTICA	0.62	0.45	0.38	0.50	0.81	0.89	1.07
5	FABRIKA ŠEĆERA, TE-TO SENTA, AD	0.62	1.13	0.85	0.77	0.92	1.35	1.32
6	FRESENIUS MEDICAL CARE SRBIJA, VRŠAC	1.24	1.19	1.37	1.50	1.30	1.23	1.32
7	MITAS, DOO, RUMA	1.21	1.78	1.70	1.76	1.16	1.64	1.86
8	WEST FARMACEUTICAL SERVICES, KOVIN	0.75	0.65	0.62	0.50	0.50	0.67	0.66
9	VOJVODINA PUT, AD, PANČEVO	1.98	1.01	0.83	0.59	0.46	0.71	0.56
10	LINDE GAS SRBIJA, AD, BEČEJ	0.22	0.45	0.49	0.52	0.52	0.31	0.45
11	FKL, AD, TEMERIN	0.82	0.97	1.05	0.97	0.79	1.50	1.53
12	POTISJE, AD, KANJIŽA	1.00	0.62	0.82	0.96	0.92	0.93	0.90
13	HOLCIM AGREGATI, AD, BEOGRAD	2.14	2.34	2.05	1.45	0.61	0.44	0.51
14	PERUTNINA PTUJ TOPIKO, AD, BAČKA TOPOLA	0.70	1.18	1.23	1.21	1.36	1.28	1.65
15	SOMBOLED, DOO, SOMBOR	1.67	1.22	1.41	1.37	1.28	1.35	1.64
16	ATB SEVER, DOO, SUBOTICA		0.51	0.61	0.50	0.33	0.28	0.48
17	RADIJATOR, AD, ZRENJANIN	0.29	0.55	0.49	0.52	0.48	0.53	0.64
18	FLUID UTVA, AD, PANČEVO	0.29	0.18	0.50	0.36	0.39	0.16	0.10
19	FABRIKA ŠEĆERA ŠAJKAŠKA, AD, ŽABALJ	0.37	0.82	0.92	0.94	0.96	1.20	0.93
20	MLEKARA SUBOTICA, AD	1.00	0.75	0.78	0.83	0.97	0.90	0.95
21	CARNEX, DOO, VRBAS	0.85	1.10	1.01	1.07	0.94	0.81	0.74
22	LIVNICA KIKINDA, AD, KIKINDA	0.13	0.28	0.17	0.04	0.10	0.05	0.05
23	JT INTERNATIONAL, AD, SENTA	0.37	0.35	0.61	0.80	0.76	0.59	0.55
24	APATINSKA PIVARA, DOO, APATIN	0.64	0.86	0.95	1.20	1.17	0.79	0.77
25	LAFARGE, DOO, BEOČIN	0.83	0.78	0.82	0.86	0.76	0.80	0.78
26	KOTEKS VISCOFAN, DOO, NOVI SAD	0.38	0.28	0.35	0.39	0.50	0.69	0.80
27	POLET, AD, NOVI BEČEJ	0.53	0.45	0.49	0.44	0.24	0.46	0.41
28	STRAŽILOVO, DOO, SREMSKI KARLOVCI	0.48	0.68	0.39	0.26	0.23	0.28	0.22
29	HEMOFARM, AD, VRŠAC	0.55	0.56	0.62	0.58	0.54	0.50	0.53
30	ŠEĆERANA CRVENKA, AD	0.45	1.17	1.24	1.15	1.16	1.05	0.81
31	DIJAMANT, AD, ZRENJANIN	0.77	0.70	0.76	0.97	0.65	0.67	0.73
32	MLEKOPRODUKT, DOO, ZRENJANIN	1.29	1.15	1.34	1.25	1.27	1.31	1.17
33	VEOLIA TRANSPORT LUV, DOO, BEOGRAD		0.72	0.92	1.31	1.24	1.52	1.47
34	VALJAONICA BAKRA SEVOJNO, AD	0.83	1.09	0.82	0.73	0.65	0.86	0.76
35	IMPOL SEVAL, AD, SEVOJNO	1.89	1.07	1.39	1.44	0.90	1.71	1.56
36	LUKOIL SRBIJA, AD, BEOGRAD	6.05	1.33	1.70	1.86	1.58	1.67	2.12
37	XELLA, SRBIJA, DOO, VREOCI	0.77	0.65	0.83	1.13	0.88	0.74	0.76
38	KNJAZ MILOŠ, AD, ARANĐELOVAC	1.12	0.97	1.09	0.94	0.82	0.84	0.97
39	PHILIP MORISS OPERATIONS, AD, NIŠ	0.44	0.98	0.97	1.01	0.95	0.83	0.82
40	FBC, AD, MAJDANPEK	0.89	1.55	1.72	1.93	1.21	1.76	2.16
41	JELEN DO, AD	1.12	0.84	0.82	0.70	0.63	0.61	0.49
42	POLIESTER GRUPA, DOO, PRIBOJ	0.58	0.76	0.67	0.95	0.94	0.85	0.96
43	UJEDINJENE SRPSKE PIVARE, AD, ZAJEČAR	0.70	0.37	0.46	0.58	0.96	1.14	1.44
44	ZDRAVLJE, AD, LEKSOVAC	0.68	0.56	0.53	0.51	0.43	0.47	0.49
45	TITAN CEMENTARA, DOO, KOSJERIC	0.64	0.69	0.64	0.77	0.77	0.90	0.83



## *Konkurentski i finansijski efekti međunarodnih preuzimanja u Srbiji*

	NAZIV KOMPANIJE	RACIO OBRTA POSLOVNE IMOVINE*						
		2003	2006	2007	2008	2009	2010	2011
46	PREDUZEĆE ZA PUTEVE ZAJEČAR, AD	0.89	<b>0.76</b>	<b>0.64</b>	<b>0.49</b>	<b>0.34</b>	<b>0.57</b>	<b>0.82</b>
47	KAVIM RAŠKA, AD	0.88	1.37	1.39	1.44	1.02	<b>1.04</b>	<b>0.83</b>
48	SANDŽAK TRANS PUTNIČKI SAOBRAČAJ, AD	0.90	1.53	1.02	<b>1.21</b>	<b>1.25</b>	<b>1.05</b>	<b>0.99</b>
49	ŠUMADIJA LEK, DOO, ČAČAK	3.07	2.92	2.58	<b>1.23</b>	<b>1.88</b>	<b>1.49</b>	<b>1.72</b>
50	AUTOPREVOZ, AD, ČAČAK	0.64	0.77	0.68	<b>0.75</b>	<b>0.68</b>	<b>0.66</b>	<b>0.64</b>
51	BRITISH AMERICAN TOBACCO, AD, VRANJE	0.32	<b>0.79</b>	<b>0.61</b>	<b>0.59</b>	<b>0.46</b>	<b>0.35</b>	<b>0.35</b>
52	VEOLIA TRANSPORT LITAS, AD, POŽAREVAC	1.60	1.70	<b>1.43</b>	<b>1.19</b>	<b>0.84</b>	<b>0.70</b>	<b>0.69</b>
53	KONCERN BAMBI BANAT, AD, BEOGRAD	1.12	<b>0.71</b>	<b>1.02</b>	<b>0.92</b>	<b>0.96</b>	<b>1.17</b>	<b>1.15</b>
54	ALAS HOLDING, AD, LEDINCI	0.62	<b>0.06</b>	<b>0.08</b>	<b>0.06</b>	<b>0.05</b>	<b>0.06</b>	<b>0.06</b>
55	ZVEZDA HELIOS, AD, GORNJI MILANOVAC	0.71	<b>1.01</b>	<b>1.14</b>	<b>1.06</b>	<b>1.11</b>	<b>1.35</b>	<b>1.39</b>
56	TF KABLE FKZ, DOO, ZAJEČAR	1.08	1.12	1.36	<b>1.49</b>	<b>0.84</b>	<b>1.83</b>	<b>1.65</b>
57	VALJEVO PUT, AD	1.68	1.26	1.59	<b>1.75</b>	<b>0.66</b>	<b>0.27</b>	<b>0.32</b>
58	HOLCIM SRBIJA, DOO, POPOVAC	<b>0.63</b>	<b>0.68</b>	<b>0.73</b>	<b>0.76</b>	<b>0.69</b>	<b>0.74</b>	<b>0.67</b>
59	KAVIM JEDINSTVO, DOO, VRANJE	1.06	0.84	0.86	1.01	<b>0.83</b>	<b>0.68</b>	<b>0.63</b>
60	HENKEL SRBIJA, DOO, BEOGRAD	<b>1.31</b>	<b>1.24</b>	<b>1.43</b>	<b>1.24</b>	<b>1.23</b>	<b>1.19</b>	<b>1.21</b>
61	INOS BALKAN, DOO, VALJEVO	1.22	<b>2.17</b>	<b>3.09</b>	<b>2.69</b>	<b>1.79</b>	<b>3.34</b>	<b>4.55</b>
62	TERMOELEKTRO, DOO, BEOGRAD	0.86	0.77	0.90	<b>0.97</b>	<b>1.10</b>	<b>1.12</b>	<b>1.07</b>
63	FRIKOM, AD, PADINSKA SKELA	0.61	<b>0.85</b>	<b>1.06</b>	<b>1.01</b>	<b>0.82</b>	<b>0.73</b>	<b>0.79</b>
64	IMLEK, AD, PADINSKA SKELA	<b>1.15</b>	<b>1.09</b>	<b>0.99</b>	<b>1.09</b>	<b>1.09</b>	<b>1.07</b>	<b>1.11</b>
65	AD ŠTARK	1.30	1.04	<b>1.09</b>	<b>1.04</b>	<b>0.94</b>	<b>0.98</b>	<b>1.01</b>
66	ATEKS, DOO, BEOGRAD	0.18	<b>0.20</b>	<b>0.24</b>	<b>0.24</b>	<b>0.18</b>	<b>0.17</b>	<b>0.14</b>
67	STRAUSS ADRIATIC, DOO, ŠIMANOVCI	3.07	<b>1.52</b>	<b>1.45</b>	<b>1.35</b>	<b>1.33</b>	<b>1.37</b>	<b>1.56</b>
68	NIS, AD NOVI SAD		0.99	1.18	1.79	<b>0.75</b>	<b>1.00</b>	<b>0.91</b>
69	KOLUBARA UNIVERZAL, DOO, VELIKI CRLJANI		0.45	0.58	0.81	<b>0.49</b>	<b>0.58</b>	<b>0.61</b>
70	MONDI, DOO, PARAĆIN	0.95	<b>1.95</b>	<b>1.85</b>	<b>1.32</b>	<b>0.98</b>	<b>1.21</b>	<b>1.35</b>
71	TIGAR TYRES, DOO PIROT	1.34	1.35	1.43	1.28	<b>1.26</b>	<b>1.41</b>	<b>1.37</b>
72	NOVA SLOGA, AD, TRSTENIK	0.53	0.30	0.20	0.14	<b>0.06</b>	<b>0.11</b>	<b>0.18</b>
73	8.MART, AD, BEOGRAD	0.46	0.65	1.27	<b>0.79</b>	<b>0.54</b>	<b>0.47</b>	<b>0.35</b>
74	VLASINKA, DOO, BEOGRAD	0.81	<b>0.76</b>	<b>0.86</b>	<b>0.76</b>	<b>0.86</b>	<b>0.83</b>	<b>0.91</b>
75	CE-ZA-R, DOO, BEOGRAD	3.28	<b>3.25</b>	<b>5.13</b>	<b>3.12</b>	<b>2.68</b>	<b>2.95</b>	<b>2.66</b>
76	MARBO PRODUCT, DOO, BEOGRAD	0.88	0.89	1.04	1.23	<b>1.21</b>	<b>1.21</b>	<b>1.21</b>
77	PUTEVI ČAČAK, AD	0.97	0.60	<b>0.42</b>	<b>0.47</b>	<b>0.39</b>	<b>0.38</b>	<b>0.66</b>
78	GRAND PROM, DOO, BEOGRAD	2.23	<b>0.70</b>	<b>0.96</b>	<b>1.08</b>	<b>1.11</b>	<b>1.17</b>	<b>0.77</b>
	<b>REFERENTNA VREDNOST**</b>		1.19	1.48	1.02	1.10	1.16	1.06

\* Boldovani podaci se odnose na godine kada je kompanija bila u stranom vlasništvu

\*\* Referentna vrednost se odnosi na prosečnu vrednost pokazatelja 100 kompanija sa najvećom neto dobiti u Srbiji u datoj godini

*Prilog 4b. Racio obrta potraživanja od kupaca kod međunarodnih preuzimanja*

	NAZIV KOMPANIJE	RACIO OBRTA POTRŽIVANJA OD KUPACA *						
		2003	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	MULTIVITA, DOO, VRŠAC		2.49	2.49	1.65	1.72	1.40	0.75
2	TARKETT, DOO, BAČKA PALANKA	20.79	5.80	7.19	7.69	6.51	9.17	6.94
3	CARLSBERG SRBIJA, DOO, ČELAREVO	8.81	6.10	6.74	6.19	6.30	7.04	6.54
4	FRESH & CO, DOO, SUBOTICA	7.05	2.47	2.92	4.11	4.45	5.20	5.71
5	FABRIKA ŠEĆERA, TE-TO SENTA, AD	4.91	6.47	6.28	8.91	10.52	9.30	8.26
6	FRESENIUS MEDICAL CARE SRBIJA, VRŠAC	7.58	2.85	3.88	5.43	4.69	3.56	3.56
7	MITAS, DOO, RUMA	87.55	23.81	21.12	13.36	5.47	5.90	6.97
8	WEST FARMACEUTICAL SERVICES, KOVIN	19.61	6.04	6.77	8.41	10.01	11.38	9.55
9	VOJVODINA PUT, AD, PANČEVO	6.55	1.50	1.17	0.86	0.87	1.44	0.96
10	LINDE GAS SRBIJA, AD, BEČEJ	35.69	7.86	7.60	6.55	7.03	4.96	6.11
11	FKL, AD, TEMERIN	6.96	6.33	7.05	7.04	5.28	5.69	5.43
12	POTISJE, AD, KANJIŽA	28.71	34.83	21.97	16.03	15.90	17.15	14.06
13	HOLCIM AGREGATI, AD, BEOGRAD	7.96	6.83	7.28	5.78	5.25	6.04	8.67
14	PERUTNINA PTUJ TOPIKO, AD, BAČKA TOPOLA	3.88	4.67	5.73	9.93	10.65	10.34	9.02
15	SOMBOLED, DOO, SOMBOR	7.88	3.44	4.37	4.15	3.63	4.11	5.07
16	ATB SEVER, DOO, SUBOTICA		5.00	5.51	5.07	3.76	2.33	1.92
17	RADIJATOR, AD, ZRENJANIN	8.16	2.96	2.94	2.55	1.72	1.60	2.07
18	FLUID UTVA, AD, PANČEVO	8.28	5.57	5.91	2.50	1.94	0.70	0.35
19	FABRIKA ŠEĆERA ŠAJKAŠKA, AD, ŽABALJ	9.50	6.95	9.29	11.38	8.07	8.55	5.86
20	MLEKARA SUBOTICA, AD	8.32	5.35	5.44	5.25	5.32	4.89	4.90
21	CARNEX, DOO, VRBAS	6.46	5.28	5.01	5.72	5.41	5.15	5.09
22	LIVNICA KIKINDA, AD, KIKINDA	6.75	3.63	1.57	0.40	1.23	0.57	0.60
23	JT INTERNATIONAL, AD, SENTA	18.20	2.46	3.55	2.84	1.74	1.08	0.92
24	APATINSKA PIVARA, DOO, APATIN	8.48	5.93	6.84	7.99	9.06	10.12	8.93
25	LAFARGE, DOO, BEOČIN	410.64	198.68	162.02	142.47	186.93	199.02	121.39
26	KOTEKS VISCOFAN, DOO, NOVI SAD	9.79	5.96	6.33	5.85	7.12	9.19	6.93
27	POLET, AD, NOVI BEČEJ	18.69	6.59	7.14	5.94	3.17	5.78	4.13
28	STRAŽILOVO, DOO, SREMSKI KARLOVCI	34.20	32.94	35.20	13.87	8.20	7.20	5.23
29	HEMOFARM, AD, VRŠAC	5.82	1.89	1.87	1.57	1.52	1.42	1.41
30	ŠEĆERANA CRVENKA, AD	3.62	5.93	6.74	5.60	4.32	3.64	2.84
31	DIJAMANT, AD, ZRENJANIN	4.81	2.54	2.59	3.17	3.18	4.55	4.46
32	MLEKOPRODUKT, DOO, ZRENJANIN	6.82	3.68	3.86	3.36	3.26	3.47	3.60
33	VEOLIA TRANSPORT LUV, DOO, BEOGRAD		103.71	71.99	30.16	19.54	24.61	15.90
34	VALJAONICA BAKRA SEVOJNO, AD	3.47	4.59	5.00	5.93	4.55	5.36	4.97
35	IMPOL SEVAL, AD, SEVOJNO	43.79	10.05	16.04	19.02	9.99	12.74	9.28
36	LUKOIL SRBIJA, AD, BEOGRAD	92.68	10.86	12.61	8.84	8.10	16.49	20.77
37	XELLA, SRBIJA, DOO, VREOCI	26.31	83.51	89.13	89.88	29.24	26.22	76.51
38	KNJAZ MILOŠ, AD, ARANĐELOVAC	8.79	6.00	6.82	6.27	5.69	5.71	5.36
39	PHILIP MORISS OPERATIONS, AD, NIŠ	8.39	12.52	11.69	10.31	8.90	8.28	6.88
40	FBC, AD, MAJDANPEK	21.63	11.64	15.36	25.01	9.68	9.98	10.68
41	JELEN DO, AD	11.97	5.71	5.05	3.29	2.43	2.45	2.10
42	POLIESTER GRUPA, DOO, PRIBOJ	7.56	13.33	11.32	13.83	10.17	5.51	5.05
43	UJEDINJENE SRPSKE PIVARE, AD, ZAJEČAR	4.86	3.05	6.23	5.46	4.12	4.65	6.04
44	ZDRAVLJE, AD, LEKSOVAC	4.65	1.97	1.79	1.51	1.14	1.07	1.20
45	TITAN CEMENTARA, DOO, KOSJERIC	30.62	30.52	31.12	29.31	26.62	26.89	18.97

**Konkurentski i finansijski efekti međunarodnih preuzimanja u Srbiji**

	NAZIV KOMPANIJE	RACIO OBRTA POTRŽIVANJA OD KUPACA*						
		2003	2006	2007	2008	2009	2010	2011
46	PREDUZEĆE ZA PUTEVE ZAJEČAR, AD	6.02	<b>1.46</b>	<b>1.14</b>	<b>0.93</b>	<b>0.80</b>	<b>1.67</b>	<b>2.31</b>
47	KAVIM RAŠKA, AD	5.73	9.11	9.45	12.56	12.19	<b>11.85</b>	<b>7.43</b>
48	SANDŽAK TRANS PUTNIČKI SAOBRAČAJ, AD	5.96	15.42	9.71	<b>10.61</b>	<b>8.64</b>	<b>6.07</b>	<b>4.93</b>
49	ŠUMADIJA LEK, DOO, ČAČAK	7.16	4.67	4.36	<b>2.67</b>	<b>3.81</b>	<b>3.42</b>	<b>3.08</b>
50	AUTOPREVOZ, AD, ČAČAK	12.02	14.12	13.58	<b>15.72</b>	<b>12.70</b>	<b>10.73</b>	<b>10.28</b>
51	BRITISH AMERICAN TOBACCO, AD, VRANJE	5.92	<b>2.36</b>	<b>1.81</b>	<b>1.56</b>	<b>1.07</b>	<b>0.81</b>	<b>0.55</b>
52	VEOLIA TRANSPORT LITAS, AD, POŽAREVAC	17.53	12.37	<b>11.95</b>	<b>11.82</b>	<b>10.41</b>	<b>8.55</b>	<b>6.03</b>
53	KONCERN BAMBI BANAT, AD, BEOGRAD	4.57	<b>2.52</b>	<b>3.35</b>	<b>2.96</b>	<b>3.16</b>	<b>3.40</b>	<b>3.22</b>
54	ALAS HOLDING, AD, LEDINCI	12.58	<b>2.42</b>	<b>2.43</b>	<b>1.85</b>	<b>1.43</b>	<b>2.11</b>	<b>0.57</b>
55	ZVEZDA HELIOS, AD, GORNJI MILANOVAC	4.05	<b>3.57</b>	<b>3.77</b>	<b>3.05</b>	<b>3.06</b>	<b>4.20</b>	<b>4.00</b>
56	TF KABLE FKZ, DOO, ZAJEČAR	11.99	5.71	8.42	<b>6.91</b>	<b>3.44</b>	<b>8.34</b>	<b>6.22</b>
57	VALJEVO PUT, AD	4.22	2.90	3.83	<b>5.04</b>	<b>2.22</b>	<b>1.27</b>	<b>2.06</b>
58	HOLCIM SRBIJA, DOO, POPOVAC	<b>370.59</b>	<b>219.50</b>	<b>226.76</b>	<b>126.66</b>	<b>53.90</b>	<b>44.02</b>	<b>43.16</b>
59	KAVIM JEDINSTVO, DOO, VRANJE	14.26	20.81	15.60	10.32	<b>9.15</b>	<b>10.74</b>	<b>11.11</b>
60	HENKEL SRBIJA, DOO, BEOGRAD	<b>5.67</b>	<b>5.97</b>	<b>6.55</b>	<b>5.76</b>	<b>6.89</b>	<b>8.44</b>	<b>8.60</b>
61	INOS BALKAN, DOO, VALJEVO	7.54	<b>19.33</b>	<b>23.59</b>	<b>25.28</b>	<b>30.87</b>	<b>60.41</b>	<b>62.77</b>
62	TERMOELEKTRO, DOO, BEOGRAD	2.06	3.28	3.51	<b>5.95</b>	<b>4.10</b>	<b>3.32</b>	<b>2.96</b>
63	FRIKOM, AD, PADINSKA SKELA	11.36	<b>6.43</b>	<b>7.83</b>	<b>6.53</b>	<b>5.66</b>	<b>4.90</b>	<b>4.93</b>
64	IMLEK, AD, PADINSKA SKELA	<b>11.44</b>	<b>6.18</b>	<b>6.93</b>	<b>8.27</b>	<b>6.79</b>	<b>5.57</b>	<b>4.96</b>
65	AD ŠTARK	4.61	3.78	<b>3.81</b>	<b>2.95</b>	<b>2.49</b>	<b>2.53</b>	<b>2.33</b>
66	ATEKS, DOO, BEOGRAD	18.24	<b>8.69</b>	<b>6.28</b>	<b>4.45</b>	<b>4.05</b>	<b>2.16</b>	<b>1.60</b>
67	STRAUSS ADRIATIC, DOO, ŠIMANOVCI	6.66	<b>3.27</b>	<b>3.47</b>	<b>3.39</b>	<b>3.28</b>	<b>3.52</b>	<b>3.72</b>
68	NIS, AD NOVI SAD		3.26	5.24	18.56	<b>8.76</b>	<b>13.25</b>	<b>11.22</b>
69	KOLUBARA UNIVERZAL, DOO, VELIKI CRLJANI		3.28	2.78	2.60	<b>2.07</b>	<b>3.26</b>	<b>3.55</b>
70	MONDI, DOO, PARAĆIN	12.14	<b>9.25</b>	<b>11.83</b>	<b>8.54</b>	<b>5.79</b>	<b>5.66</b>	<b>4.58</b>
71	TIGAR TYRES, DOO PIROT	29.21	5.73	5.49	4.42	<b>3.81</b>	<b>3.78</b>	<b>3.55</b>
72	NOVA SLOGA, AD, TRSTENIK	11.65	4.25	2.93	3.15	<b>3.45</b>	<b>5.76</b>	<b>6.28</b>
73	8.MART, AD, BEOGRAD	2.24	2.96	2.67	<b>1.13</b>	<b>0.67</b>	<b>0.56</b>	<b>0.41</b>
74	VLASINKA, DOO, BEOGRAD	5.22	<b>4.18</b>	<b>2.63</b>	<b>1.89</b>	<b>2.00</b>	<b>1.64</b>	<b>1.93</b>
75	CE-ZA-R, DOO, BEOGRAD	62.21	<b>7.45</b>	<b>27.45</b>	<b>49.46</b>	<b>8.55</b>	<b>8.26</b>	<b>8.13</b>
76	MARBO PRODUCT, DOO, BEOGRAD	8.32	3.80	4.29	4.28	<b>4.36</b>	<b>4.81</b>	<b>4.71</b>
77	PUTEVI ČAČAK, AD	4.99	1.17	<b>0.70</b>	<b>0.83</b>	<b>0.96</b>	<b>1.43</b>	<b>2.46</b>
78	GRAND PROM, DOO, BEOGRAD	7.45	<b>5.30</b>	<b>5.04</b>	<b>4.15</b>	<b>3.95</b>	<b>3.83</b>	<b>2.68</b>
	<b>REFERENTNA VREDNOST**</b>		14.91	12.28	10.57	10.04	14.18	8.70

\* Boldovani podaci se odnose na godine kada je kompanija bila u stranom vlasništvu

\*\* Referentna vrednost se odnosi na prosečnu vrednost pokazatelja 100 kompanija sa najvećom neto dobiti u Srbiji u datoj godini

*Prilog 5a. Stopa neto poslovnog rezultata kod međunarodnih preuzimanja*

	NAZIV KOMPANIJE	STOPA NETO POSLOVNOG REZULTATA*						
		2003	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	MULTIVITA, DOO, VRŠAC		15.55	29.34	17.16	25.60	27.56	6.34
2	TARKETT, DOO, BAČKA PALANKA	20.61	23.19	20.83	21.71	22.82	23.69	16.97
3	CARLSBERG SRBIJA, DOO, ČELAREVO	10.04	7.82	11.87	6.13	8.98	9.07	9.62
4	FRESH & CO, DOO, SUBOTICA	-5.32	-42.69	-31.43	-24.40	-17.11	-7.22	-0.13
5	FABRIKA ŠEĆERA, TE-TO SENTA, AD	-7.87	7.43	5.27	5.27	7.29	11.69	28.07
6	FRESENIUS MEDICAL CARE SRBIJA, VRŠAC	23.08	13.19	12.04	16.74	17.46	14.78	23.97
7	MITAS, DOO, RUMA	-3.22	0.66	5.18	3.42	8.99	1.97	-6.42
8	WEST FARMACEUTICAL SERVICES, KOVIN	-5.91	1.61	4.86	7.51	10.99	20.25	8.19
9	VOJVODINA PUT, AD, PANČEVO	0.25	11.67	8.84	6.06	-4.67	11.03	2.66
10	LINDE GAS SRBIJA, AD, BEČEJ	6.09	23.55	21.35	17.67	25.68	-13.04	8.98
11	FKL, AD, TEMERIN	-4.37	0.78	1.09	1.67	11.93	8.18	10.02
12	POTISJE, AD, KANJIŽA	12.79	-2.24	5.71	4.64	3.41	5.75	2.75
13	HOLCIM AGREGATI, AD, BEOGRAD	-1.92	9.34	-3.53	-18.93	4.93	-35.07	-12.55
14	PERUTNINA PTUJ TOPIKO, AD, BAČKA TOPOLA	5.26	-7.37	-6.23	-6.80	-1.77	-0.53	1.38
15	SOMBOLED, DOO, SOMBOR	4.76	6.44	10.36	8.35	5.91	3.42	5.14
16	ATB SEVER, DOO, SUBOTICA		-31.17	-25.46	-22.18	-18.94	-15.22	-24.70
17	RADIJATOR, AD, ZRENJANIN	16.65	0.83	-6.13	0.62	7.05	10.87	6.07
18	FLUID UTVA, AD, PANČEVO	-28.92	-484.04	-11.23	-22.34	-22.06	-104.38	-168.44
19	FABRIKA ŠEĆERA ŠAJKAŠKA, AD, ŽABALJ	-2.69	13.39	16.92	11.04	8.33	13.21	14.64
20	MLEKARA SUBOTICA, AD	1.39	12.26	13.33	11.35	13.75	11.72	8.64
21	CARNEX, DOO, VRBAS	6.59	5.88	12.44	9.04	3.68	5.70	0.55
22	LIVNICA KIKINDA, AD, KIKINDA	-66.96	-3.98	8.00	-171.06	25.16	-27.55	-17.67
23	JT INTERNATIONAL, AD, SENTA	10.00	-5.13	-3.22	12.10	3.03	-10.12	-0.72
24	APATINSKA PIVARA, DOO, APATIN	31.60	4.77	14.03	19.08	31.10	33.70	28.27
25	LAFARGE, DOO, BEOČIN	11.00	24.17	28.67	34.06	39.48	37.00	29.44
26	KOTEKS VISCOFAN, DOO, NOVI SAD	-18.16	-41.18	-29.81	-19.17	-2.84	12.06	15.08
27	POLET, AD, NOVI BEČEJ	-9.75	11.95	11.81	4.64	-13.53	17.05	9.09
28	STRAŽILOVO, DOO, SREMSKI KARLOVCI	-3.47	8.17	8.04	1.00	-22.09	-14.38	-23.54
29	HEMOFARM, AD, VRŠAC	12.15	4.28	18.46	21.59	21.44	11.50	22.22
30	ŠEĆERANA CRVENKA, AD	3.91	15.35	13.83	15.24	10.47	14.27	20.50
31	DIJAMANT, AD, ZRENJANIN	12.50	5.91	5.13	10.34	7.60	12.10	10.13
32	MLEKOPRODUKT, DOO, ZRENJANIN	9.43	4.67	6.81	8.91	5.97	7.51	4.39
33	VEOLIA TRANSPORT LUV, DOO, BEOGRAD		12.57	16.51	18.20	13.63	5.38	0.97
34	VALJAONICA BAKRA SEVOJNO, AD	-8.53	1.49	5.38	4.00	7.82	4.75	5.84
35	IMPOL SEVAL, AD, SEVOJNO	-7.24	-1.57	7.67	4.06	1.88	7.49	7.58
36	LUKOIL SRBIJA, AD, BEOGRAD	-3.42	-6.57	-3.90	-2.55	-1.09	-0.02	-0.43
37	XELLA, SRBIJA, DOO, VREOCI	-19.12	-21.71	7.40	16.99	10.33	5.17	2.30
38	KNJAZ MILOŠ, AD, ARANĐELOVAC	12.06	-6.19	7.11	9.66	8.74	7.81	6.36
39	PHILIP MORISS OPERATIONS, AD, NIŠ	18.38	19.98	18.02	19.62	12.57	13.41	5.41
40	FBC, AD, MAJDANPEK	-25.18	1.52	0.01	0.14	-5.41	3.95	2.57
41	JELEN DO, AD	8.46	17.04	15.54	7.13	6.63	6.03	0.54
42	POLIESTER GRUPA, DOO, PRIBOJ	5.68	-2.56	-3.30	12.25	10.32	8.17	15.42
43	UJEDINJENE SRPSKE PIVARE, AD, ZAJEČAR	6.97	-7.18	-4.99	-4.11	-20.78	-18.29	-6.52
44	ZDRAVLJE, AD, LEKSOVAC	9.73	11.59	16.63	20.07	11.96	23.77	2.01
45	TITAN CEMENTARA, DOO, KOSJERIC	5.76	21.65	28.52	31.39	44.95	41.37	34.80

*Konkurentski i finansijski efekti međunarodnih preuzimanja u Srbiji*

	NAZIV KOMPANIJE	STOPA NETO POSLOVNOG REZULTATA*						
		2003	2006	2007	2008	2009	2010	2011
46	PREDUZEĆE ZA PUTEVE ZAJEČAR, AD	6.12	<b>7.96</b>	<b>-3.86</b>	<b>-5.78</b>	<b>-4.78</b>	<b>8.32</b>	<b>0.60</b>
47	KAVIM RAŠKA, AD	-13.73	-2.57	-3.37	5.97	-8.54	<b>-10.75</b>	<b>-11.62</b>
48	SANDŽAK TRANS PUTNIČKI SAOBRAČAJ, AD	-20.32	-0.23	-18.14	<b>-15.76</b>	<b>-12.26</b>	<b>-22.34</b>	<b>-15.36</b>
49	ŠUMADIJA LEK, DOO, ČAČAK	-6.91	-3.24	-6.95	<b>-11.15</b>	<b>-7.62</b>	<b>-5.84</b>	<b>-7.20</b>
50	AUTOPREVOZ, AD, ČAČAK	-5.04	-2.97	-3.64	<b>5.51</b>	<b>4.33</b>	<b>-4.40</b>	<b>-12.39</b>
51	BRITISH AMERICAN TOBACCO, AD, VRANJE	12.24	<b>-3.83</b>	<b>-9.26</b>	<b>-4.64</b>	<b>-28.10</b>	<b>-13.60</b>	<b>-29.14</b>
52	VEOLIA TRANSPORT LITAS, AD, POŽAREVAC	-5.79	-19.28	<b>3.97</b>	<b>4.77</b>	<b>5.87</b>	<b>2.63</b>	<b>-1.34</b>
53	KONCERN BAMBI BANAT, AD, BEOGRAD	17.69	<b>11.36</b>	<b>6.87</b>	<b>8.80</b>	<b>16.63</b>	<b>17.55</b>	<b>14.31</b>
54	ALAS HOLDING, AD, LEDINCI	2.30	<b>-13.07</b>	<b>-13.24</b>	<b>-24.37</b>	<b>-30.61</b>	<b>13.31</b>	<b>6.07</b>
55	ZVEZDA HELIOS, AD, GORNJI MILANOVAC	3.04	<b>1.68</b>	<b>4.11</b>	<b>2.69</b>	<b>5.57</b>	<b>6.25</b>	<b>4.21</b>
56	TF KABLE FKZ, DOO, ZAJEČAR	-0.55	4.06	-3.02	<b>-5.41</b>	<b>-7.79</b>	<b>1.44</b>	<b>-1.24</b>
57	VALJEVO PUT, AD	5.06	0.88	4.61	<b>1.70</b>	<b>-4.47</b>	<b>-108.64</b>	<b>-113.53</b>
58	HOLCIM SRBIJA, DOO, POPOVAC	<b>-7.63</b>	<b>21.27</b>	<b>15.68</b>	<b>30.51</b>	<b>26.43</b>	<b>31.75</b>	<b>27.65</b>
59	KAVIM JEDINSTVO, DOO, VRANJE	-0.83	-5.95	-9.79	-2.12	<b>3.96</b>	<b>7.64</b>	<b>-1.56</b>
60	HENKEL SRBIJA, DOO, BEOGRAD	<b>-14.27</b>	<b>6.76</b>	<b>9.26</b>	<b>5.76</b>	<b>11.59</b>	<b>13.08</b>	<b>11.90</b>
61	INOS BALKAN, DOO, VALJEVO	1.39	<b>0.32</b>	<b>-0.49</b>	<b>2.32</b>	<b>-7.25</b>	<b>6.13</b>	<b>2.67</b>
62	TERMOELEKTRO, DOO, BEOGRAD	-7.38	-21.38	-10.51	<b>-7.90</b>	<b>5.58</b>	<b>12.75</b>	<b>3.89</b>
63	FRIKOM, AD, PADINSKA SKELA	7.75	<b>16.64</b>	<b>16.87</b>	<b>13.71</b>	<b>13.30</b>	<b>13.36</b>	<b>12.00</b>
64	IMLEK, AD, PADINSKA SKELA	<b>-0.43</b>	<b>1.02</b>	<b>5.18</b>	<b>7.86</b>	<b>10.62</b>	<b>14.95</b>	<b>14.60</b>
65	AD ŠTARK	3.10	12.38	<b>13.74</b>	<b>13.92</b>	<b>15.78</b>	<b>9.93</b>	<b>8.62</b>
66	ATEKS, DOO, BEOGRAD	-34.96	<b>-1.87</b>	<b>-4.02</b>	<b>-15.74</b>	<b>-28.35</b>	<b>-22.12</b>	<b>-22.39</b>
67	STRAUSS ADRIATIC, DOO, ŠIMANOVCI	3.95	<b>5.29</b>	<b>10.26</b>	<b>8.57</b>	<b>12.56</b>	<b>-3.50</b>	<b>-0.28</b>
68	NIS, AD NOVI SAD		2.19	3.06	1.93	<b>-1.77</b>	<b>16.25</b>	<b>21.98</b>
69	KOLUBARA UNIVERZAL, DOO, VELIKI CRLJANI		28.58	14.77	14.81	<b>5.65</b>	<b>5.69</b>	<b>3.26</b>
70	MONDI, DOO, PARAĆIN	-2.75	<b>3.66</b>	<b>4.42</b>	<b>6.60</b>	<b>10.19</b>	<b>7.12</b>	<b>5.61</b>
71	TIGAR TYRES, DOO PIROT	0.02	1.66	7.91	10.00	<b>19.86</b>	<b>18.62</b>	<b>12.85</b>
72	NOVA SLOGA, AD, TRSTENIK	-6.66	-74.38	-105.34	-187.99	<b>-291.75</b>	<b>-82.83</b>	<b>-32.66</b>
73	8.MART, AD, BEOGRAD	-9.44	-6.07	3.95	<b>0.10</b>	<b>3.44</b>	<b>8.29</b>	<b>2.27</b>
74	VLASINKA, DOO, BEOGRAD	22.97	<b>26.01</b>	<b>24.57</b>	<b>2.15</b>	<b>10.17</b>	<b>-11.70</b>	<b>-2.16</b>
75	CE-ZA-R, DOO, BEOGRAD	-16.79	<b>-0.98</b>	<b>-1.04</b>	<b>-1.35</b>	<b>2.86</b>	<b>13.18</b>	<b>5.17</b>
76	MARBO PRODUCT, DOO, BEOGRAD	15.40	15.13	13.86	11.76	<b>7.87</b>	<b>1.29</b>	<b>6.05</b>
77	PUTEVI ČAČAK, AD	3.41	17.32	<b>-1.90</b>	<b>8.01</b>	<b>-7.17</b>	<b>-10.87</b>	<b>2.60</b>
78	GRAND PROM, DOO, BEOGRAD	13.59	<b>10.02</b>	<b>7.33</b>	<b>5.54</b>	<b>8.96</b>	<b>3.36</b>	<b>10.36</b>
	<b>REFERENTNA VREDNOST**</b>		<b>7.59</b>	<b>8.82</b>	<b>12.84</b>	<b>13.84</b>	<b>10.73</b>	<b>11.53</b>

\* Boldovani podaci se odnose na godine kada je kompanija bila u stranom vlasništvu

\*\* Referentna vrednost se odnosi na prosečnu vrednost pokazatelja 100 kompanija sa najvećom neto dobiti u Srbiji u datoj godini

*Prilog 5b. Stopa prinosa na poslovnu imovinu kod međunarodnih preuzimanja*

	NAZIV KOMPANIJE	STOPA PRINOSA NA POSLOVNU IMOVINU*						
		2003	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	MULTIVITA, DOO, VRŠAC		17.47	37.03	25.45	34.29	27.06	5.56
2	TARKETT, DOO, BAČKA PALANKA	25.14	20.48	27.72	22.98	12.90	25.90	34.39
3	CARLSBERG SRBIJA, DOO, ČELAREVO	11.13	9.77	6.95	6.36	0.59	3.57	3.55
4	FRESH & CO, DOO, SUBOTICA	-2.71	-11.21	-21.23	-17.64	-18.17	-13.51	-3.29
5	FABRIKA ŠEĆERA, TE-TO SENTA, AD	-11.67	7.00	0.99	0.41	0.07	4.88	27.76
6	FRESENIUS MEDICAL CARE SRBIJA, VRŠAC	9.78	11.28	15.10	25.00	20.74	17.07	27.61
7	MITAS, DOO, RUMA	42.89	2.67	5.60	-2.24	6.70	0.49	-2.89
8	WEST FARMACEUTICAL SERVICES, KOVIN	-7.39	0.87	-0.50	-11.58	-5.42	-6.98	1.87
9	VOJVODINA PUT, AD, PANČEVO	3.10	8.16	3.22	-0.26	-11.70	6.96	2.31
10	LINDE GAS SRBIJA, AD, BEČEJ	2.37	9.50	10.24	9.80	13.27	-3.50	3.32
11	FKL, AD, TEMERIN	0.32	8.23	0.91	1.05	0.51	5.39	5.99
12	POTISJE, AD, KANJIŽA	10.89	-1.40	0.51	-1.48	-0.18	2.15	1.96
13	HOLCIM AGREGATI, AD, BEOGRAD	0.09	15.49	-7.96	-32.45	-16.11	-21.78	-12.58
14	PERUTNINA PTUJ TOPIKO, AD, BAČKA TOPOLA	-16.24	-9.75	-24.07	-10.70	-10.77	-9.88	-11.79
15	SOMBOLED, DOO, SOMBOR	2.99	5.95	6.09	2.16	1.89	0.76	5.84
16	ATB SEVER, DOO, SUBOTICA		1.20	-17.18	-18.34	-17.53	-16.12	15.74
17	RADIJATOR, AD, ZRENJANIN	2.62	0.36	0.27	0.56	3.45	5.82	1.99
18	FLUID UTVA, AD, PANČEVO	-16.50	88.38	0.07	0.02	0.32	-14.48	-16.89
19	FABRIKA ŠEĆERA ŠAJKAŠKA, AD, ŽABALJ	-17.88	7.01	12.99	8.22	3.83	8.64	9.55
20	MLEKARA SUBOTICA, AD	12.07	5.02	9.56	14.52	7.16	1.13	6.51
21	CARNEX, DOO, VRBAS	1.10	2.62	9.86	10.93	3.00	3.67	1.82
22	LIVNICA KIKINDA, AD, KIKINDA	-31.58	-0.32	-1.35	0.13	-0.49	-6.45	-6.34
23	JT INTERNATIONAL, AD, SENTA	0.18	-3.96	-12.14	-2.56	-3.56	-8.83	-6.21
24	APATINSKA PIVARA, DOO, APATIN	17.36	1.43	8.58	18.62	31.17	5.35	10.33
25	LAFARGE, DOO, BEOČIN	-1.81	19.55	22.55	26.52	24.37	25.76	21.17
26	KOTEKS VISCOFAN, DOO, NOVI SAD	-20.66	-10.39	-14.55	-14.25	-11.46	1.04	22.79
27	POLET, AD, NOVI BEČEJ	0.20	13.80	2.68	-9.53	-10.26	-4.94	0.65
28	STRAŽILOVO, DOO, SREMSKI KARLOVCI	0.28	1.14	1.51	-6.36	-11.74	-12.65	-14.70
29	HEMOFARM, AD, VRŠAC	7.71	3.09	11.51	9.92	9.53	-2.09	-14.41
30	ŠEĆERANA CRVENKA, AD	-3.53	16.23	16.17	16.12	9.24	15.53	13.47
31	DIJAMANT, AD, ZRENJANIN	1.22	11.48	2.57	8.38	3.13	1.99	4.92
32	MLEKOPRODUKT, DOO, ZRENJANIN	-8.61	7.76	7.48	4.72	1.78	6.16	3.16
33	VEOLIA TRANSPORT LUV, DOO, BEOGRAD		1.01	5.44	6.70	5.66	0.42	1.28
34	VALJAONICA BAKRA SEVOJNO, AD	-10.25	2.08	2.43	0.88	0.39	0.51	0.67
35	IMPOL SEVAL, AD, SEVOJNO	-14.15	2.09	5.28	2.08	0.59	4.09	6.51
36	LUKOIL SRBIJA, AD, BEOGRAD	-19.96	-6.63	-11.03	-13.06	-9.82	-15.50	-4.75
37	XELLA, SRBIJA, DOO, VREOCI	-17.79	-16.75	0.30	3.20	-2.12	-9.30	-10.73
38	KNJAZ MILOŠ, AD, ARANĐELOVAC	3.44	-8.31	1.58	0.31	-4.67	-10.47	0.47
39	PHILIP MORISS OPERATIONS, AD, NIŠ	0.77	26.79	14.62	24.55	11.69	9.21	4.38
40	FBC, AD, MAJDANPEK	-32.56	8.42	4.73	-14.62	0.75	0.31	-0.35
41	JELEN DO, AD	11.68	8.00	10.29	4.31	1.91	0.44	0.22
42	POLIESTER GRUPA, DOO, PRIBOJ	0.07	0.20	0.45	10.38	9.88	9.17	9.68

*Konkurentski i finansijski efekti međunarodnih preuzimanja u Srbiji*

	NAZIV KOMPANIJE	STOPA PRINOSA NA POSLOVNU IMOVINU*						
		2003	2006	2007	2008	2009	2010	2011
43	UJEDINJENE SRPSKE PIVARE, AD, ZAJEČAR	0.73	<b>-2.30</b>	<b>-1.79</b>	<b>-9.34</b>	<b>-34.06</b>	<b>-37.82</b>	<b>-35.39</b>
44	ZDRAVLJE, AD, LEKSOVAC	<b>-18.14</b>	<b>3.16</b>	<b>2.46</b>	<b>-0.94</b>	<b>0.53</b>	<b>0.02</b>	<b>-4.30</b>
45	TITAN CEMENTARA, DOO, KOSJERIĆ	<b>1.55</b>	<b>12.84</b>	<b>18.56</b>	<b>33.23</b>	<b>33.24</b>	<b>34.64</b>	<b>26.04</b>
46	PREDUZEĆE ZA PUTEVE ZAJEČAR, AD	0.27	<b>0.49</b>	<b>-4.76</b>	<b>-7.36</b>	<b>-10.84</b>	<b>0.04</b>	<b>0.78</b>
47	KAVIM RAŠKA, AD	-13.16	-6.11	7.97	1.63	-11.58	<b>-12.35</b>	<b>-9.96</b>
48	SANDŽAK TRANS PUTNIČKI SAOBRAČAJ, AD	-17.83	-0.36	-22.19	<b>58.80</b>	<b>-17.72</b>	<b>-30.83</b>	<b>-19.32</b>
49	ŠUMADIJA LEK, DOO, ČAČAK	2.99	1.58	0.42	<b>-16.94</b>	<b>-22.53</b>	<b>-31.32</b>	<b>-6.59</b>
50	AUTOPREVOZ, AD, ČAČAK	0.02	-0.12	-2.50	<b>0.42</b>	<b>4.96</b>	<b>0.77</b>	<b>-7.47</b>
51	BRITISH AMERICAN TOBACCO, AD, VRANJE	-3.85	<b>-1.19</b>	<b>-6.71</b>	<b>-13.18</b>	<b>-19.00</b>	<b>-13.44</b>	<b>-11.98</b>
52	VEOLIA TRANSPORT LITAS, AD, POŽAREVAC	-9.24	-35.79	<b>1.13</b>	<b>0.59</b>	<b>0.17</b>	<b>0.66</b>	<b>-1.52</b>
53	KONCERN BAMBI BANAT, AD, BEOGRAD	11.45	<b>5.00</b>	<b>3.25</b>	<b>0.41</b>	<b>3.14</b>	<b>8.51</b>	<b>13.35</b>
54	ALAS HOLDING, AD, LEDINCI	0.05	<b>2.53</b>	<b>-0.83</b>	<b>-3.86</b>	<b>-3.27</b>	<b>-3.59</b>	<b>-1.39</b>
55	ZVEZDA HELIOS, AD, GORNJI MILANOVAC	-7.93	<b>5.83</b>	<b>7.07</b>	<b>0.20</b>	<b>1.30</b>	<b>20.30</b>	<b>9.25</b>
56	TF KABLE FKZ, DOO, ZAJEČAR	0.07	8.11	1.16	<b>-23.52</b>	<b>-21.84</b>	<b>-8.80</b>	<b>1.29</b>
57	VALJEVO PUT, AD	5.38	8.26	5.21	<b>5.03</b>	<b>1.40</b>	<b>-30.74</b>	<b>-34.85</b>
58	HOLCIM SRBIJA, DOO, POPOVAC	<b>4.34</b>	<b>12.03</b>	<b>8.89</b>	<b>15.58</b>	<b>13.72</b>	<b>18.05</b>	<b>17.78</b>
59	KAVIM JEDINSTVO, DOO, VRANJE	-0.26	0.18	-6.48	0.05	<b>1.48</b>	<b>2.34</b>	<b>0.49</b>
60	HENKEL SRBIJA, DOO, BEOGRAD	<b>-23.50</b>	<b>9.05</b>	<b>14.78</b>	<b>8.93</b>	<b>14.06</b>	<b>15.78</b>	<b>10.20</b>
61	INOS BALKAN, DOO, VALJEVO	0.76	<b>0.80</b>	<b>-2.95</b>	<b>1.20</b>	<b>-15.35</b>	<b>11.81</b>	<b>9.54</b>
62	TERMOELEKTRO, DOO, BEOGRAD	0.26	-28.35	-17.88	<b>2.35</b>	<b>0.30</b>	<b>0.71</b>	<b>0.28</b>
63	FRIKOM, AD, PADINSKA SKELA	-2.49	<b>13.24</b>	<b>15.53</b>	<b>10.75</b>	<b>4.64</b>	<b>2.02</b>	<b>5.37</b>
64	IMLEK, AD, PADINSKA SKELA	<b>0.37</b>	<b>-0.97</b>	<b>3.30</b>	<b>5.82</b>	<b>5.48</b>	<b>6.79</b>	<b>11.39</b>
65	AD ŠTARK	2.06	16.29	<b>17.36</b>	<b>11.21</b>	<b>10.32</b>	<b>8.29</b>	<b>8.38</b>
66	ATEKS, DOO, BEOGRAD	-7.34	<b>0.05</b>	<b>-1.48</b>	<b>12.59</b>	<b>-8.00</b>	<b>-2.06</b>	<b>-10.03</b>
67	STRAUSS ADRIATIC, DOO, ŠIMANOVCI	4.92	<b>23.34</b>	<b>13.96</b>	<b>3.35</b>	<b>1.30</b>	<b>-8.77</b>	<b>-1.12</b>
68	NIS, AD NOVI SAD		2.64	3.79	-2.29	<b>-23.95</b>	<b>10.26</b>	<b>19.81</b>
69	KOLUBARA UNIVERZAL, DOO, VELIKI CRLJANI		13.86	10.11	12.42	<b>6.29</b>	<b>8.01</b>	<b>3.32</b>
70	MONDI, DOO, PARAĆIN	0.41	<b>12.94</b>	<b>5.92</b>	<b>-0.48</b>	<b>5.63</b>	<b>5.76</b>	<b>11.49</b>
71	TIGAR TYRES, DOO PIROT	0.39	3.00	9.13	6.95	<b>21.12</b>	<b>24.02</b>	<b>15.56</b>
72	NOVA SLOGA, AD, TRSTENIK	0.06	-24.30	-22.72	-27.49	<b>-16.01</b>	<b>-16.68</b>	<b>-8.58</b>
73	8.MART, AD, BEOGRAD	0.13	0.15	5.22	<b>1.19</b>	<b>2.76</b>	<b>2.42</b>	<b>0.30</b>
74	VLASINKA, DOO, BEOGRAD	9.88	<b>11.42</b>	<b>19.03</b>	<b>0.26</b>	<b>6.19</b>	<b>-9.36</b>	<b>-3.21</b>
75	CE-ZA-R, DOO, BEOGRAD	-58.63	<b>1.42</b>	<b>2.56</b>	<b>-7.76</b>	<b>0.32</b>	<b>21.03</b>	<b>10.97</b>
76	MARBO PRODUCT, DOO, BEOGRAD	4.31	15.24	22.76	12.56	<b>8.63</b>	<b>-1.36</b>	<b>0.32</b>
77	PUTEVI ČAČAK, AD	1.39	9.27	<b>-4.21</b>	<b>-0.68</b>	<b>-11.83</b>	<b>-7.43</b>	<b>1.74</b>
78	GRAND PROM, DOO, BEOGRAD	25.85	<b>7.85</b>	<b>4.60</b>	<b>4.67</b>	<b>3.85</b>	<b>4.02</b>	<b>2.57</b>
	<b>REFERENTNA VREDNOST**</b>		13.13	16.25	26.60	19.86	15.39	18.35

\* Boldovani podaci se odnose na godine kada je kompanija bila u stranom vlasništvu

\*\* Referentna vrednost se odnosi na prosečnu vrednost pokazatelja 100 kompanija sa najvećom neto dobiti u Srbiji u datoj godini

*Prilog 5c. Stopa prinosa na neto kapital kod međunarodnih preuzimanja*

	NAZIV KOMPANIJE	STOPA PRINOSA NA NETO KAPITAL*						
		2003	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	MULTIVITA, DOO, VRŠAC		44.47	67.17	37.53	49.96	38.10	7.53
2	TARKETT, DOO, BAČKA PALANKA	26.90	22.54	30.06	26.23	17.60	34.96	39.36
3	CARLSBERG SRBIJA, DOO, ČELAREVO	17.57	23.88	15.30	12.96	1.08	5.80	5.75
4	FRESH & CO, DOO, SUBOTICA	-4.94	n.p.	n.p.	-72.12	-30.65	-30.89	-9.35
5	FABRIKA ŠEĆERA, TE-TO SENTA, AD	-81.67	30.63	4.64	2.12	0.35	19.97	71.88
6	FRESENIUS MEDICAL CARE SRBIJA, VRŠAC	12.19	17.05	22.99	35.71	26.91	21.12	33.15
7	MITAS, DOO, RUMA	-314.22	7.61	16.21	-7.13	21.09	1.50	-10.21
8	WEST FARMACEUTICAL SERVICES, KOVIN	-10.03	2.63	-2.01	-111.43	-36.78	-34.59	11.08
9	VOJVODINA PUT, AD, PANČEVO	4.66	40.54	18.60	-1.81	-99.63	61.09	15.78
10	LINDE GAS SRBIJA, AD, BEČEJ	2.81	9.93	10.68	10.25	13.90	-3.72	3.60
11	FKL, AD, TEMERIN	2.69	45.42	5.18	6.54	3.28	31.48	32.39
12	POTISJE, AD, KANJIŽA	12.70	-2.88	1.07	-3.21	-0.36	4.06	3.80
13	HOLCIM AGREGATI, AD, BEOGRAD	0.18	38.27	-23.38	-240.34	-32.45	-41.72	-34.48
14	PERUTNINA PTUJ TOPIKO, AD, BAČKA TOPOLA	-33.63	-91.93	n.p.	n.p.	-121.95	-97.58	-210.17
15	SOMBOLED, DOO, SOMBOR	7.03	11.04	10.39	3.79	3.18	1.08	8.25
16	ATB SEVER, DOO, SUBOTICA		n/p	n/p	n/p	n/p	n/p	n.p.
17	RADIJATOR, AD, ZRENJANIN	2.87	0.43	0.31	0.71	4.91	9.01	3.36
18	FLUID UTVA, AD, PANČEVO	-86.85	n.p.	2.46	0.36	7.75	n.p.	n.p.
19	FABRIKA ŠEĆERA ŠAJKAŠKA, AD, ŽABALJ	-87.17	20.47	33.04	18.17	8.32	17.23	20.14
20	MLEKARA SUBOTICA, AD	16.58	6.00	11.23	18.25	10.07	1.60	9.07
21	CARNEX, DOO, VRBAS	1.86	3.88	14.07	14.95	3.99	4.96	2.59
22	LIVNICA KIKINDA, AD, KIKINDA	-222.62	-1.96	-8.78	0.80	-2.78	-50.98	-99.47
23	JT INTERNATIONAL, AD, SENTA	0.52	-14.23	-73.63	-30.03	-10.99	-22.59	-27.12
24	APATINSKA PIVARA, DOO, APATIN	18.48	1.66	10.09	22.17	47.36	23.90	139.00
25	LAFARGE, DOO, BEOČIN	-8.20	46.25	45.68	44.38	38.92	41.39	30.95
26	KOTEKS VISCOFAN, DOO, NOVI SAD	-44.45	-22.04	-32.49	-36.62	-32.05	2.97	46.57
27	POLET, AD, NOVI BEČEJ	0.38	33.07	6.26	-24.87	-29.60	-14.09	1.87
28	STRAŽILOVO, DOO, SREMSKI KARLOVCI	0.00	1.60	2.24	-13.07	-36.56	-58.27	-56.53
29	HEMOFARM, AD, VRŠAC	13.67	7.07	22.79	18.66	18.39	-4.14	-32.17
30	ŠEĆERANA CRVENKA, AD	-8.02	27.72	24.15	22.68	13.44	23.15	21.05
31	DIJAMANT, AD, ZRENJANIN	5.64	21.20	5.21	18.61	7.18	5.04	12.07
32	MLEKOPRODUKT, DOO, ZRENJANIN	-15.47	9.76	9.63	6.67	2.54	8.20	4.17
33	VEOLIA TRANSPORT LUV, DOO, BEOGRAD		54.83	121.02	35.95	15.90	0.91	3.21
34	VALJAONICA BAKRA SEVOJNO, AD	-23.22	7.67	5.59	1.65	0.77	1.07	1.39
35	IMPOL SEVAL, AD, SEVOJNO	n.p.	9.50	21.40	7.41	2.11	16.16	25.06
36	LUKOIL SRBIJA, AD, BEOGRAD	-65.77	-25.39	-57.40	-112.40	-173.81	n/p	n.p.
37	XELLA, SRBIJA, DOO, VREOCI	-34.87	-85.95	1.55	15.74	-10.39	-64.72	-240.12
38	KNJAZ MILOŠ, AD, ARANĐELOVAC	5.72	-93.66	17.09	3.43	-72.23	n/p	11.65
39	PHILIP MORISS OPERATIONS, AD, NIŠ	0.84	33.10	18.74	32.55	17.37	15.36	7.21
40	FBC, AD, MAJDANPEK	n.p.	96.33	50.57	-276.27	8.60	2.20	-2.61
41	JELEN DO, AD	12.68	12.94	16.44	7.10	3.34	0.97	0.58
42	POLIESTER GRUPA, DOO, PRIBOJ	0.10	0.30	0.70	16.67	16.17	16.18	13.93
43	UJEDINJENE SRPSKE PIVARE, AD, ZAJEČAR	0.82	-2.56	-1.98	-11.17	-59.27	n/p	n/p
44	ZDRAVLJE, AD, LEKSOVAC	-25.09	5.32	4.33	-1.79	1.06	0.05	-9.68
45	TITAN CEMENTARA, DOO, KOSJERIC	1.70	13.93	20.23	36.67	36.50	37.60	28.13



*Konkurentski i finansijski efekti međunarodnih preuzimanja u Srbiji*

	NAZIV KOMPANIJE	STOPA PRINOSA NA NETO KAPITAL*						
		2003	2006	2007	2008	2009	2010	2011
46	PREDUZEĆE ZA PUTEVE ZAJEČAR, AD	0.53	<b>1.39</b>	<b>-19.69</b>	<b>-72.30</b>	<b>-337.09</b>	n.p.	<b>-16.57</b>
47	KAVIM RAŠKA, AD	-16.55	-14.91	17.76	4.02	-38.32	<b>-45.99</b>	<b>-26.57</b>
48	SANDŽAK TRANS PUTNIČKI SAOBRAČAJ, AD	-68.71	-6.44	n.p.	<b>209.32</b>	<b>-43.10</b>	<b>-297.75</b>	n/p
49	ŠUMADIJA LEK, DOO, ČAČAK	4.36	2.78	0.66	<b>-51.90</b>	<b>-262.81</b>	n.p.	<b>-294.55</b>
50	AUTOPREVOZ, AD, ČAČAK	0.03	-0.19	-3.86	<b>0.64</b>	<b>7.57</b>	<b>1.22</b>	<b>-12.69</b>
51	BRITISH AMERICAN TOBACCO, AD, VRANJE	-3.97	<b>-8.40</b>	<b>-64.83</b>	<b>-397.91</b>	n.p.	n.p.	n.p.
52	VEOLIA TRANSPORT LITAS, AD, POŽAREVAC	-11.15	-91.83	<b>2.68</b>	<b>1.29</b>	<b>0.44</b>	<b>1.96</b>	<b>-4.24</b>
53	KONCERN BAMBI BANAT, AD, BEOGRAD	17.28	<b>6.76</b>	<b>4.84</b>	<b>0.74</b>	<b>6.32</b>	<b>16.90</b>	<b>26.01</b>
54	ALAS HOLDING, AD, LEDINCI	0.06	<b>4.02</b>	<b>-1.44</b>	<b>-7.53</b>	<b>-7.08</b>	<b>-8.65</b>	<b>-3.45</b>
55	ZVEZDA HELIOS, AD, GORNJI MILANOVAC	-9.16	<b>10.12</b>	<b>12.15</b>	<b>0.35</b>	<b>2.37</b>	<b>35.84</b>	<b>16.31</b>
56	TF KABLE FKZ, DOO, ZAJEČAR	n.p.	20.43	2.74	<b>-92.28</b>	<b>-538.36</b>	n.p.	n.p.
57	VALJEVO PUT, AD	7.76	19.28	10.81	<b>8.87</b>	<b>2.33</b>	<b>-80.35</b>	n.p.
58	HOLCIM SRBIJA, DOO, POPOVAC	<b>16.94</b>	<b>22.17</b>	<b>16.02</b>	<b>29.33</b>	<b>25.22</b>	<b>28.65</b>	<b>26.89</b>
59	KAVIM JEDINSTVO, DOO, VRANJE	-0.32	0.23	-8.16	0.07	<b>2.50</b>	<b>4.16</b>	<b>0.97</b>
60	HENKEL SRBIJA, DOO, BEOGRAD	<b>-31.79</b>	<b>10.06</b>	<b>16.81</b>	<b>10.85</b>	<b>17.45</b>	<b>19.35</b>	<b>12.96</b>
61	INOS BALKAN, DOO, VALJEVO	1.58	<b>1.84</b>	<b>-9.67</b>	<b>3.06</b>	<b>-28.19</b>	<b>20.15</b>	<b>13.88</b>
62	TERMOELEKTRO, DOO, BEOGRAD	0.56	np	-256.27	<b>6.52</b>	<b>0.62</b>	<b>1.38</b>	<b>0.52</b>
63	FRIKOM, AD, PADINSKA SKELA	-6.60	<b>21.88</b>	<b>23.60</b>	<b>16.16</b>	<b>8.62</b>	<b>4.36</b>	<b>11.17</b>
64	IMLEK, AD, PADINSKA SKELA	<b>0.43</b>	<b>-1.25</b>	<b>4.73</b>	<b>9.39</b>	<b>9.46</b>	<b>12.08</b>	<b>19.68</b>
65	AD ŠTARK	3.61	44.70	<b>41.67</b>	<b>23.97</b>	<b>19.61</b>	<b>13.83</b>	<b>13.20</b>
66	ATEKS, DOO, BEOGRAD	-12.18	<b>0.09</b>	<b>-2.81</b>	<b>20.94</b>	<b>-12.33</b>	<b>-3.35</b>	<b>-16.69</b>
67	STRAUSS ADRIATIC, DOO, ŠIMANOVCI	56.84	<b>201.27</b>	<b>71.18</b>	<b>11.79</b>	<b>3.94</b>	<b>-28.64</b>	<b>-4.12</b>
68	NIS, AD NOVI SAD		7.35	8.33	-4.02	<b>-60.81</b>	<b>41.57</b>	<b>60.33</b>
69	KOLUBARA UNIVERZAL, DOO, VELIKI CRLJANI		14.47	12.08	14.88	<b>6.71</b>	<b>8.55</b>	<b>3.76</b>
70	MONDI, DOO, PARAĆIN	0.90	<b>27.25</b>	<b>13.50</b>	<b>-1.53</b>	<b>21.86</b>	<b>19.87</b>	<b>31.06</b>
71	TIGAR TYRES, DOO PIROT	0.67	6.54	20.33	16.06	<b>42.56</b>	<b>43.34</b>	<b>26.63</b>
72	NOVA SLOGA, AD, TRSTENIK	0.07	-68.01	-88.95	n.p.	n.p.	<b>-163.61</b>	<b>-35.37</b>
73	8.MART, AD, BEOGRAD	0.33	0.35	18.89	<b>7.42</b>	<b>23.51</b>	<b>23.72</b>	<b>3.31</b>
74	VLASINKA, DOO, BEOGRAD	12.59	<b>13.63</b>	<b>22.34</b>	<b>0.31</b>	<b>7.11</b>	<b>-11.74</b>	<b>-4.33</b>
75	CE-ZA-R, DOO, BEOGRAD	56.39	<b>3.19</b>	<b>10.54</b>	<b>-79.37</b>	<b>2.17</b>	<b>62.35</b>	<b>24.09</b>
76	MARBO PRODUCT, DOO, BEOGRAD	9.05	27.29	36.50	16.78	<b>10.82</b>	<b>-1.86</b>	<b>0.48</b>
77	PUTEVI ČAČAK, AD	1.68	24.54	<b>-11.78</b>	<b>-2.26</b>	<b>-46.40</b>	<b>-32.93</b>	<b>7.55</b>
78	GRAND PROM, DOO, BEOGRAD	63.46	<b>9.75</b>	<b>5.91</b>	<b>6.52</b>	<b>5.81</b>	<b>6.22</b>	<b>7.77</b>
	<b>REFERENTNA VREDNOST**</b>		34.11	41.76	94.32	63.01	49.73	183.90
	<b>KORIGOVANA REFERENTNA VREDNOST***</b>		34.11	41.76	52.92	43.64	34.38	46.84

\* Boldovani podaci se odnose na godine kada je kompanija bila u stranom vlasništvu

\*\* Referentna vrednost se odnosi na prosečnu vrednost pokazatelja 100 kompanija sa najvećom neto dobiti u Srbiji u datoj godini

\*\*\* Korigovana referentna vrednost se odnosi na prosečnu vrednost pokazatelja 100 kompanija sa najvećom neto dobiti u Srbiji u datoj godini iz koje su isključeni slučajevi sa ekstremno velikim vrednostima usled visokog iznosa finansijskog leveridža

n.p. – označava da je kompanija u toj godini imala negativan prosečan neto kapital usled čega pokazatelj nije mogao biti izračunat

*Prilog 6a. Broj zaposlenih kod međunarodnih preuzimanja*

	NAZIV KOMPANIJE	BROJ ZAPOSLENIH*						
		2003	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	MULTIVITA, DOO, VRŠAC		16	11	16	19	19	9
2	TARKETT, DOO, BAČKA PALANKA	342	527	630	728	599	600	689
3	CARLSBERG SRBIJA, DOO, ČELAREVO	552	443	500	549	520	494	500
4	FRESH & CO, DOO, SUBOTICA	705	612	451	282	228	138	133
5	FABRIKA ŠEĆERA, TE-TO SENTA, AD	397	225	205	202	201	199	198
6	FRESENIUS MEDICAL CARE SRBIJA, VRŠAC	177	241	275	339	340	335	509
7	MITAS, DOO, RUMA	470	494	509	518	478	476	540
8	WEST FARMACEUTICAL SERVICES, KOVIN	135	184	203	208	223	233	245
9	VOJVODINA PUT, AD, PANČEVO	392	456	417	382	301	228	220
10	LINDE GAS SRBIJA, AD, BEČEJ	96	96	97	101	98	90	89
11	FKL, AD, TEMERIN	635	581	560	560	504	503	561
12	POTISJE, AD, KANJIŽA	1,005	642	617	597	574	521	504
13	HOLCIM AGREGATI, AD, BEOGRAD	174	166	162	172	167	158	118
14	PERUTNINA PTUJ TOPIKO, AD, BAČKA TOPOLA	467	607	575	448	430	403	714
15	SOMBOLED, DOO, SOMBOR	344	333	341	358	360	350	327
16	ATB SEVER, DOO, SUBOTICA		1,847	1,604	1,376	987	846	561
17	RADIJATOR, AD, ZRENJANIN	454	413	386	363	339	344	486
18	FLUID UTVA, AD, PANČEVO	319	116	76	77	73	68	60
19	FABRIKA ŠEĆERA ŠAJKAŠKA, AD, ŽABALJ	331	274	268	243	198	197	191
20	MLEKARA SUBOTICA, AD	369	318	318	316	315	299	262
21	CARNEX, DOO, VRBAS	3,084	2,163	2,110	1,910	1,789	1,683	1,761
22	LIVNICA KIKINDA, AD, KIKINDA	1,599	2,504	1,649	894	457	408	418
23	JT INTERNATIONAL, AD, SENTA	75	80	134	159	182	183	170
24	APATINSKA PIVARA, DOO, APATIN	1,031	1,063	985	973	899	841	824
25	LAFARGE, DOO, BEOČIN	1,134	811	661	550	450	384	346
26	KOTEKS VISCOFAN, DOO, NOVI SAD	495	297	273	287	285	305	469
27	POLET, AD, NOVI BEČEJ	806	537	525	516	293	289	275
28	STRAŽILOVO, DOO, SREMSKI KARLOVCI	160	75	75	70	114	116	116
29	HEMOFARM, AD, VRŠAC	1,622	1,821	1,781	1,741	1,989	1,950	1,741
30	ŠEĆERANA CRVENKA, AD	419	366	328	289	237	217	217
31	DIJAMANT, AD, ZRENJANIN	1,331	895	875	872	723	705	714
32	MLEKOPRODUKT, DOO, ZRENJANIN	502	401	301	307	318	323	310
33	VEOLIA TRANSPORT LUV, DOO, BEOGRAD		150	158	164	178	202	215
34	VALJAONICA BAKRA SEVOJNO, AD	2,162	1,454	1,184	1,068	937	946	896
35	IMPOL SEVAL, AD, SEVOJNO	885	562	574	577	570	579	576
36	LUKOIL SRBIJA, AD, BEOGRAD	1,694	1,517	1,517	1,426	1,136	962	665
37	XELLA, SRBIJA, DOO, VREOCI	271	114	128	128	114	99	97
38	KNJAZ MILOŠ, AD, ARANĐELOVAC	1,747	1,236	957	948	929	916	872
39	PHILIP MORISS OPERATIONS, AD, NIŠ	2,346	924	904	888	797	591	509
40	FBC, AD, MAJDANPEK	439	502	510	509	471	440	398
41	JELEN DO, AD	365	282	293	305	269	255	253
42	POLIESTER GRUPA, DOO, PRIBOJ	392	346	340	347	304	269	258
43	UJEDINJENE SRPSKE PIVARE, AD, ZAJEČAR	488	188	156	147	107	107	100
44	ZDRAVLJE, AD, LEKSOVAC	1,747	1,080	894	868	656	457	435
45	TITAN CEMENTARA, DOO, KOSJERIC	427	383	383	379	369	336	326

*Konkurentski i finansijski efekti međunarodnih preuzimanja u Srbiji*

	NAZIV KOMPANIJE	BROJ ZAPOSLENIH*						
		2003	2006	2007	2008	2009	2010	2011
46	PREDUZEĆE ZA PUTEVE ZAJEČAR, AD	540	<b>553</b>	<b>447</b>	<b>426</b>	<b>308</b>	<b>207</b>	<b>202</b>
47	KAVIM RAŠKA, AD	240	208	178	172	154	<b>136</b>	<b>114</b>
48	SANDŽAK TRANS PUTNIČKI SAOBRAČAJ, AD	232	176	131	<b>122</b>	<b>109</b>	<b>89</b>	<b>72</b>
49	ŠUMADIJA LEK, DOO, ČAČAK	74	68	66	<b>64</b>	<b>74</b>	<b>78</b>	<b>69</b>
50	AUTOPREVOZ, AD, ČAČAK	610	542	489	<b>410</b>	<b>367</b>	<b>316</b>	<b>277</b>
51	BRITISH AMERICAN TOBACCO, AD, VRANJE	561	<b>305</b>	<b>297</b>	<b>282</b>	<b>237</b>	<b>132</b>	<b>158</b>
52	VEOLIA TRANSPORT LITAS, AD, POŽAREVAC	761	669	<b>413</b>	<b>380</b>	<b>371</b>	<b>372</b>	<b>351</b>
53	KONCERN BAMBI BANAT, AD, BEOGRAD	1,479	<b>1,087</b>	<b>1,332</b>	<b>1,177</b>	<b>1,164</b>	<b>1,082</b>	<b>1,039</b>
54	ALAS HOLDING, AD, LEDINCI	631	<b>77</b>	<b>72</b>	<b>76</b>	<b>55</b>	<b>46</b>	<b>48</b>
55	ZVEZDA HELIOS, AD, GORNJI MILANOVAC	219	<b>193</b>	<b>189</b>	<b>175</b>	<b>159</b>	<b>168</b>	<b>178</b>
56	TF KABLE FKZ, DOO, ZAJEČAR	635	553	564	<b>556</b>	<b>507</b>	<b>474</b>	<b>454</b>
57	VALJEVO PUT, AD	136	135	137	<b>151</b>	<b>153</b>	<b>148</b>	<b>149</b>
58	HOLCIM SRBIJA, DOO, POPOVAC	<b>978</b>	<b>692</b>	<b>590</b>	<b>459</b>	<b>436</b>	<b>411</b>	<b>333</b>
59	KAVIM JEDINSTVO, DOO, VRANJE	651	560	533	437	<b>315</b>	<b>282</b>	<b>283</b>
60	HENKEL SRBIJA, DOO, BEOGRAD	<b>1,049</b>	<b>604</b>	<b>608</b>	<b>516</b>	<b>365</b>	<b>352</b>	<b>460</b>
61	INOS BALKAN, DOO, VALJEVO	147	<b>138</b>	<b>135</b>	<b>139</b>	<b>108</b>	<b>139</b>	<b>82</b>
62	TERMOELEKTRO, DOO, BEOGRAD	2,029	1,234	1,003	<b>990</b>	<b>1,003</b>	<b>850</b>	<b>931</b>
63	FRIKOM, AD, PADINSKA SKELA	826	<b>873</b>	<b>999</b>	<b>1,050</b>	<b>1,037</b>	<b>996</b>	<b>980</b>
64	IMLEK, AD, PADINSKA SKELA	<b>1,416</b>	<b>1,290</b>	<b>1,510</b>	<b>1,330</b>	<b>1,246</b>	<b>1,082</b>	<b>888</b>
65	AD ŠTARK	2,418	1,439	<b>1,215</b>	<b>1,215</b>	<b>1,065</b>	<b>1,024</b>	<b>1,000</b>
66	ATEKS, DOO, BEOGRAD	583	<b>394</b>	<b>365</b>	<b>360</b>	<b>319</b>	<b>263</b>	<b>205</b>
67	STRAUSS ADRIATIC, DOO, ŠIMANOVCI	211	<b>314</b>	<b>319</b>	<b>326</b>	<b>285</b>	<b>245</b>	<b>243</b>
68	NIS, AD NOVI SAD		13,152	12,483	12,182	<b>11,925</b>	<b>10,583</b>	<b>9,650</b>
69	KOLUBARA UNIVERZAL, DOO, VELIKI CRLJANI		263	263	271	<b>229</b>	<b>189</b>	<b>191</b>
70	MONDI, DOO, PARAĆIN	58	<b>40</b>	<b>39</b>	<b>38</b>	<b>35</b>	<b>34</b>	<b>37</b>
71	TIGAR TYRES, DOO PIROT	2,505	2,500	2,345	2,252	<b>2,150</b>	<b>2,067</b>	<b>2,072</b>
72	NOVA SLOGA, AD, TRSTENIK	158	147	143	141	<b>82</b>	<b>57</b>	<b>54</b>
73	8.MART, AD, BEOGRAD	516	568	511	<b>517</b>	<b>518</b>	<b>527</b>	<b>675</b>
74	VLASINKA, DOO, BEOGRAD	143	<b>55</b>	<b>62</b>	<b>73</b>	<b>66</b>	<b>62</b>	<b>62</b>
75	CE-ZA-R, DOO, BEOGRAD	98	<b>120</b>	<b>270</b>	<b>269</b>	<b>227</b>	<b>364</b>	<b>410</b>
76	MARBO PRODUCT, DOO, BEOGRAD	206	720	861	877	<b>928</b>	<b>965</b>	<b>956</b>
77	PUTEVI ČAČAK, AD	275	291	<b>260</b>	<b>237</b>	<b>188</b>	<b>122</b>	<b>116</b>
78	GRAND PROM, DOO, BEOGRAD	193	<b>563</b>	<b>579</b>	<b>578</b>	<b>526</b>	<b>453</b>	<b>253</b>

\* Boldovani podaci se odnose na godine kada je kompanija bila u stranom vlasništvu

Prilog 6b. Realni prihodi od prodaje po zaposlenom kod međunarodnih preuzimanja

	NAZIV KOMPANIJE	REALNI PRIHODI OD PRODAJE PO ZAPOSLENOM U RSD*						
		2003	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	MULTIVITA, DOO, VRŠAC		15,855,534	22,967,469	<b>15,164,905</b>	<b>16,697,043</b>	<b>18,780,438</b>	<b>24,987,929</b>
2	TARKETT, DOO, BAČKA PALANKA	10,714,003	10,949,610	<b>10,294,643</b>	<b>9,106,432</b>	<b>7,601,501</b>	<b>9,954,117</b>	<b>8,754,487</b>
3	CARLSBERG SRBIJA, DOO, ČELAREVO	2,084,603	<b>6,567,591</b>	<b>7,588,884</b>	<b>7,768,064</b>	<b>7,420,261</b>	<b>8,083,011</b>	<b>8,211,267</b>
4	FRESH & CO, DOO, SUBOTICA	2,907,838	2,338,617	<b>2,727,408</b>	<b>4,275,924</b>	<b>5,555,634</b>	<b>9,383,253</b>	<b>10,589,099</b>
5	FABRIKA ŠEĆERA, TE-TO SENTA, AD	<b>2,802,078</b>	<b>15,701,515</b>	<b>13,160,513</b>	<b>11,894,102</b>	<b>13,393,190</b>	<b>17,979,982</b>	<b>16,887,257</b>
6	FRESENIUS MEDICAL CARE SRBIJA, VRŠAC	8,268,972	5,841,901	<b>5,738,456</b>	<b>5,385,866</b>	<b>5,343,000</b>	<b>5,827,183</b>	<b>4,752,592</b>
7	MITAS, DOO, RUMA	1,409,232	<b>3,524,734</b>	<b>3,254,365</b>	<b>3,260,234</b>	<b>2,322,826</b>	<b>3,354,228</b>	<b>3,359,401</b>
8	WEST FARMACEUTICAL SERVICES, KOVIN	<b>1,570,111</b>	<b>2,004,094</b>	<b>2,182,432</b>	<b>2,312,734</b>	<b>2,466,280</b>	<b>3,217,124</b>	<b>2,856,026</b>
9	VOJVODINA PUT, AD, PANČEVO	1,656,467	2,486,902	<b>2,686,842</b>	<b>2,427,920</b>	<b>1,980,908</b>	<b>3,390,200</b>	<b>2,742,786</b>
10	LINDE GAS SRBIJA, AD, BEČEJ	<b>1,707,188</b>	<b>2,823,314</b>	<b>2,947,015</b>	<b>2,909,048</b>	<b>2,985,075</b>	<b>1,886,907</b>	<b>2,520,922</b>
11	FKL, AD, TEMERIN	733,802	920,606	1,015,726	978,145	876,251	<b>1,793,102</b>	<b>1,761,136</b>
12	POTISJE, AD, KANJIŽA	1,438,645	<b>1,951,615</b>	<b>2,592,591</b>	<b>2,792,394</b>	<b>2,333,093</b>	<b>2,327,822</b>	<b>2,227,455</b>
13	HOLCIM AGREGATI, AD, BEOGRAD	1,158,954	1,898,522	1,654,666	1,060,005	1,027,254	<b>1,142,899</b>	<b>1,621,968</b>
14	PERUTNINA PTUJ TOPIKO, AD, BAČKA TOPOLA	1,185,645	<b>2,068,732</b>	<b>1,976,931</b>	<b>2,195,600</b>	<b>2,832,425</b>	<b>2,915,674</b>	<b>2,771,806</b>
15	SOMBOLED, DOO, SOMBOR	2,609,631	<b>4,834,196</b>	<b>5,512,938</b>	<b>5,501,306</b>	<b>5,228,225</b>	<b>5,094,481</b>	<b>6,199,044</b>
16	ATB SEVER, DOO, SUBOTICA		<b>834,881</b>	<b>1,249,702</b>	<b>1,453,545</b>	<b>1,515,612</b>	<b>1,409,295</b>	<b>1,308,223</b>
17	RADIJATOR, AD, ZRENJANIN	976,665	1,448,928	1,289,407	<b>1,400,940</b>	<b>1,497,185</b>	<b>1,765,353</b>	<b>1,589,941</b>
18	FLUID UTVA, AD, PANČEVO	206,915	150,802	<b>930,158</b>	<b>849,464</b>	<b>961,358</b>	<b>403,678</b>	<b>206,070</b>
19	FABRIKA ŠEĆERA ŠAJKAŠKA, AD, ŽABALJ	<b>2,518,287</b>	<b>6,610,517</b>	<b>7,361,365</b>	<b>7,534,600</b>	<b>8,972,645</b>	<b>10,811,032</b>	<b>9,138,664</b>
20	MLEKARA SUBOTICA, AD	4,546,919	<b>5,762,568</b>	<b>6,152,751</b>	<b>5,944,926</b>	<b>6,051,219</b>	<b>5,691,497</b>	<b>6,229,067</b>
21	CARNEX, DOO, VRBAS	1,156,136	<b>1,642,183</b>	<b>1,519,605</b>	<b>1,760,007</b>	<b>1,681,126</b>	<b>1,587,431</b>	<b>1,371,946</b>
22	LIVNICA KIKINDA, AD, KIKINDA	437,616	<b>676,948</b>	<b>599,120</b>	<b>231,496</b>	<b>841,828</b>	<b>485,209</b>	<b>450,836</b>
23	JT INTERNATIONAL, AD, SENTA	3,551,840	4,321,888	<b>6,594,341</b>	<b>9,914,965</b>	<b>9,906,288</b>	<b>9,722,682</b>	<b>11,835,142</b>
24	APATINSKA PIVARA, DOO, APATIN	6,340,627	<b>6,664,632</b>	<b>7,773,231</b>	<b>8,408,058</b>	<b>8,932,298</b>	<b>8,897,916</b>	<b>9,028,742</b>
25	LAFARGE, DOO, BEOČIN	<b>3,253,945</b>	<b>5,877,075</b>	<b>7,859,545</b>	<b>10,084,210</b>	<b>9,856,110</b>	<b>10,560,988</b>	<b>10,666,534</b>
26	KOTEKS VISCOFAN, DOO, NOVI SAD	589,798	<b>768,876</b>	<b>1,074,664</b>	<b>1,317,432</b>	<b>2,011,833</b>	<b>3,087,681</b>	<b>3,130,084</b>
27	POLET, AD, NOVI BEČEJ	1,066,201	<b>2,102,001</b>	<b>2,203,909</b>	<b>1,846,064</b>	<b>1,406,958</b>	<b>2,005,237</b>	<b>1,596,998</b>
28	STRAŽILOVO, DOO, SREMSKI KARLOVCI	1,076,831	<b>2,664,613</b>	<b>2,637,156</b>	<b>3,123,135</b>	<b>1,818,446</b>	<b>1,888,028</b>	<b>1,490,205</b>
29	HEMOFARM, AD, VRŠAC	4,055,168	5,671,955	6,196,505	<b>6,149,372</b>	<b>5,386,380</b>	<b>5,278,052</b>	<b>5,323,780</b>
30	ŠEĆERANA CRVENKA, AD	<b>3,243,377</b>	<b>10,541,793</b>	<b>11,749,596</b>	<b>12,234,459</b>	<b>15,669,042</b>	<b>16,838,365</b>	<b>13,154,872</b>

*Konkurentski i finansijski efekti međunarodnih preuzimanja u Srbiji*

	NAZIV KOMPANIJE	REALNI PRIHODI OD PRODAJE PO ZAPOSLENOM U RSD*						
		2003	2006	2007	2008	2009	2010	2011
31	DIJAMANT, AD, ZRENJANIN	3,393,484	<b>5,035,996</b>	<b>5,877,423</b>	<b>8,147,789</b>	<b>7,074,772</b>	<b>8,275,781</b>	<b>8,442,476</b>
32	MLEKOPRODUKT, DOO, ZRENJANIN	1,300,394	<b>1,844,378</b>	<b>2,844,710</b>	<b>2,734,877</b>	<b>2,748,931</b>	<b>2,900,339</b>	<b>2,663,586</b>
33	VEOLIA TRANSPORT LUV, DOO, BEOGRAD		2,000,775	1,960,341	<b>2,015,349</b>	<b>1,637,695</b>	<b>1,530,063</b>	<b>1,464,189</b>
34	VALJAONICA BAKRA SEVOJNO, AD	1,528,998	2,607,463	2,996,548	3,342,909	<b>3,394,276</b>	<b>4,848,457</b>	<b>4,332,292</b>
35	IMPOL SEVAL, AD, SEVOJNO	<b>3,546,202</b>	<b>6,221,533</b>	<b>7,393,155</b>	<b>6,848,534</b>	<b>4,229,961</b>	<b>9,017,672</b>	<b>8,965,658</b>
36	LUKOIL SRBIJA, AD, BEOGRAD	8,771,987	<b>11,867,659</b>	<b>14,720,932</b>	<b>15,948,569</b>	<b>15,553,372</b>	<b>19,890,740</b>	<b>30,359,286</b>
37	XELLA, SRBIJA, DOO, VREOCI	1,129,993	<b>3,166,701</b>	<b>3,702,415</b>	<b>4,961,372</b>	<b>4,093,033</b>	<b>3,790,862</b>	<b>3,534,875</b>
38	KNJAZ MILOŠ, AD, ARANĐELOVAC	2,445,679	<b>3,074,542</b>	<b>4,417,135</b>	<b>3,848,982</b>	<b>3,249,195</b>	<b>3,214,861</b>	<b>3,421,891</b>
39	PHILIP MORISS OPERATIONS, AD, NIŠ	3,699,025	<b>12,985,321</b>	<b>12,058,771</b>	<b>11,111,814</b>	<b>11,791,479</b>	<b>14,381,397</b>	<b>14,342,204</b>
40	FBC, AD, MAJDANPEK	1,327,171	<b>6,633,935</b>	<b>6,737,693</b>	<b>6,315,998</b>	<b>4,440,603</b>	<b>8,109,351</b>	<b>10,570,985</b>
41	JELEN DO, AD	1,375,414	<b>2,118,083</b>	<b>2,034,626</b>	<b>1,718,314</b>	<b>1,765,729</b>	<b>2,170,246</b>	<b>1,906,715</b>
42	POLIESTER GRUPA, DOO, PRIBOJ	684,704	762,604	643,790	903,031	<b>972,270</b>	<b>936,417</b>	<b>1,223,646</b>
43	UJEDINJENE SRPSKE PIVARE, AD, ZAJEČAR	1,809,365	<b>1,944,603</b>	<b>2,692,589</b>	<b>3,267,545</b>	<b>7,304,764</b>	<b>7,999,064</b>	<b>10,184,272</b>
44	ZDRAVLJE, AD, LEKSOVAC	<b>1,366,449</b>	<b>2,011,528</b>	<b>2,286,406</b>	<b>2,169,956</b>	<b>2,379,592</b>	<b>3,930,053</b>	<b>3,655,234</b>
45	TITAN CEMENTARA, DOO, KOSJERIĆ	<b>4,285,937</b>	<b>5,860,195</b>	<b>5,650,328</b>	<b>6,802,743</b>	<b>6,221,460</b>	<b>7,117,532</b>	<b>6,029,480</b>
46	PREDUZEĆE ZA PUTEVE ZAJEČAR, AD	875,011	<b>1,664,557</b>	<b>2,158,594</b>	<b>2,496,257</b>	<b>2,366,489</b>	<b>4,085,381</b>	<b>4,584,607</b>
47	KAVIM RAŠKA, AD	497,167	562,462	621,540	733,375	612,320	<b>713,713</b>	<b>726,100</b>
48	SANDŽAK TRANS PUTNIČKI SAOBRAČAJ, AD	479,293	623,752	518,779	<b>554,300</b>	<b>567,721</b>	<b>640,050</b>	<b>707,082</b>
49	ŠUMADIJA LEK, DOO, ČAČAK	8,451,000	7,279,161	5,528,325	<b>4,806,108</b>	<b>11,543,422</b>	<b>10,110,883</b>	<b>7,804,502</b>
50	AUTOPREVOZ, AD, ČAČAK	734,231	710,423	738,591	<b>969,478</b>	<b>942,719</b>	<b>1,094,973</b>	<b>1,100,512</b>
51	BRITISH AMERICAN TOBACCO, AD, VRANJE	1,856,499	<b>13,801,295</b>	<b>10,305,614</b>	<b>9,337,665</b>	<b>9,361,327</b>	<b>15,128,926</b>	<b>8,950,798</b>
52	VEOLIA TRANSPORT LITAS, AD, POŽAREVAC	747,406	729,490	<b>1,061,500</b>	<b>1,115,797</b>	<b>1,076,997</b>	<b>1,122,400</b>	<b>1,183,296</b>
53	KONCERN BAMBI BANAT, AD, BEOGRAD	1,483,279	<b>2,244,003</b>	<b>2,718,090</b>	<b>2,797,546</b>	<b>2,853,843</b>	<b>3,593,038</b>	<b>3,426,344</b>
54	ALAS HOLDING, AD, LEDINCI	850,445	<b>993,694</b>	<b>1,527,489</b>	<b>1,182,423</b>	<b>1,261,707</b>	<b>1,777,684</b>	<b>1,416,646</b>
55	ZVEZDA HELIOS, AD, GORNJI MILANOVAC	1,562,744	<b>3,646,847</b>	<b>4,094,120</b>	<b>3,817,727</b>	<b>4,080,762</b>	<b>5,319,301</b>	<b>5,969,146</b>
56	TF KABLE FKZ, DOO, ZAJEČAR	1,363,057	3,196,291	3,429,999	<b>3,285,335</b>	<b>2,059,959</b>	<b>5,820,234</b>	<b>5,831,113</b>
57	VALJEVO PUT, AD	1,838,441	1,869,011	1,883,200	<b>2,013,921</b>	<b>1,067,574</b>	<b>408,476</b>	<b>321,573</b>
58	HOLCIM SRBIJA, DOO, POPOVAC	<b>2,987,490</b>	<b>5,067,040</b>	<b>5,856,595</b>	<b>7,934,836</b>	<b>8,019,721</b>	<b>8,542,655</b>	<b>8,722,559</b>
59	KAVIM JEDINSTVO, DOO, VRANJE	664,550	731,685	708,476	831,358	<b>1,017,010</b>	<b>1,151,163</b>	<b>1,100,418</b>
60	HENKEL SRBIJA, DOO, BEOGRAD	<b>2,267,930</b>	<b>7,624,026</b>	<b>9,160,894</b>	<b>10,162,320</b>	<b>15,463,114</b>	<b>17,406,029</b>	<b>12,233,053</b>
61	INOS BALKAN, DOO, VALJEVO	1,546,673	<b>4,073,981</b>	<b>7,545,339</b>	<b>7,211,204</b>	<b>5,108,796</b>	<b>6,232,286</b>	<b>13,049,022</b>
62	TERMEOELEKTRO, DOO, BEOGRAD	416,343	607,079	727,881	<b>847,661</b>	<b>1,453,254</b>	<b>1,917,412</b>	<b>1,500,626</b>

*Konkurentski i finansijski efekti međunarodnih preuzimanja u Srbiji*

	NAZIV KOMPANIJE	REALNI PRIHODI OD PRODAJE PO ZAPOSLENOM U RSD*						
		2003	2006	2007	2008	2009	2010	2011
63	FRIKOM, AD, PADINSKA SKELA	1,867,166	<b>3,652,400</b>	<b>3,867,514</b>	<b>3,571,227</b>	<b>3,556,605</b>	<b>3,660,827</b>	<b>3,765,739</b>
64	IMLEK, AD, PADINSKA SKELA	<b>4,722,874</b>	<b>5,603,916</b>	<b>5,390,048</b>	<b>7,438,114</b>	<b>7,468,508</b>	<b>8,567,999</b>	<b>9,795,554</b>
65	AD ŠTARK	1,177,007	2,161,621	<b>2,725,638</b>	<b>2,784,137</b>	<b>2,949,088</b>	<b>3,098,267</b>	<b>3,169,131</b>
66	ATEKS, DOO, BEOGRAD	531,489	<b>992,423</b>	<b>1,126,433</b>	<b>962,192</b>	<b>746,831</b>	<b>766,243</b>	<b>696,986</b>
67	STRAUSS ADRIATIC, DOO, ŠIMANOVCI	7,049,445	<b>7,670,743</b>	<b>7,816,154</b>	<b>7,664,096</b>	<b>8,075,792</b>	<b>9,028,706</b>	<b>9,149,897</b>
68	NIS, AD NOVI SAD		13,776,713	13,241,114	14,508,699	<b>5,371,866</b>	<b>7,759,171</b>	<b>8,874,308</b>
69	KOLUBARA UNIVERZAL, DOO, VELIKI CRLJANI		1,529,946	2,220,410	3,004,590	<b>1,968,877</b>	<b>2,811,177</b>	<b>3,064,540</b>
70	MONDI, DOO, PARAĆIN	1,464,672	<b>6,550,043</b>	<b>6,913,809</b>	<b>6,624,837</b>	<b>6,760,305</b>	<b>8,827,679</b>	<b>8,358,144</b>
71	TIGAR TYRES, DOO PIROT	2,235,528	2,980,496	3,422,618	3,370,038	<b>3,677,787</b>	<b>4,783,484</b>	<b>5,089,453</b>
72	NOVA SLOGA, AD, TRSTENIK	992,101	393,469	240,039	174,015	<b>395,017</b>	<b>1,184,392</b>	<b>1,297,181</b>
73	8.MART, AD, BEOGRAD	339,636	339,877	1,205,672	<b>1,295,273</b>	<b>1,300,429</b>	<b>1,545,648</b>	<b>1,030,655</b>
74	VLASINKA, DOO, BEOGRAD	3,892,993	<b>9,319,277</b>	<b>9,803,183</b>	<b>7,282,390</b>	<b>8,708,802</b>	<b>8,967,853</b>	<b>8,628,715</b>
75	CE-ZA-R, DOO, BEOGRAD	305,020	<b>4,813,860</b>	<b>6,116,085</b>	<b>6,125,659</b>	<b>8,110,593</b>	<b>9,164,580</b>	<b>9,076,735</b>
76	MARBO PRODUCT, DOO, BEOGRAD	5,387,316	3,832,899	3,513,433	3,380,053	<b>2,931,529</b>	<b>3,012,319</b>	<b>3,101,454</b>
77	PUTEVI ČAČAK, AD	858,116	1,626,325	<b>1,242,634</b>	<b>1,655,615</b>	<b>1,595,413</b>	<b>1,700,529</b>	<b>2,347,717</b>
78	GRAND PROM, DOO, BEOGRAD	12,227,078	<b>8,331,119</b>	<b>10,917,666</b>	<b>12,455,193</b>	<b>13,713,292</b>	<b>14,778,555</b>	<b>16,092,796</b>

\* Boldovani podaci se odnose na godine kada je kompanija bila u stranom vlasništvu

*Prilog 6c. Realne bruto zarade po zaposlenom kod međunarodnih preuzimanja*

	NAZIV KOMPANIJE	REALNE BRUTO ZARADE PO ZAPOSLENOM U RSD*						
		2003	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	MULTIVITA, DOO, VRŠAC		949,744	1,587,688	917,664	863,854	951,862	1,793,242
2	TARKETT, DOO, BAČKA PALANKA	564,974	827,729	777,341	712,388	781,783	857,907	778,853
3	CARLSBERG SRBIJA, DOO, ČELAREVO	349,168	945,387	943,964	924,188	872,760	973,958	997,941
4	FRESH & CO, DOO, SUBOTICA	214,932	706,173	594,130	730,731	596,633	1,070,017	649,669
5	FABRIKA ŠEĆERA, TE-TO SENTA, AD	362,033	661,425	739,269	754,021	740,951	679,755	954,054
6	FRESENIUS MEDICAL CARE SRBIJA, VRŠAC	484,593	693,120	814,967	852,150	834,104	790,426	627,804
7	MITAS, DOO, RUMA	142,917	306,002	315,110	322,767	318,953	391,124	352,526
8	WEST FARMACEUTICAL SERVICES, KOVIN	345,170	582,162	630,464	626,238	580,525	624,233	633,952
9	VOJVODINA PUT, AD, PANČEVO	427,602	577,371	651,056	606,853	746,024	613,253	567,410
10	LINDE GAS SRBIJA, AD, BEČEJ	297,260	555,771	573,336	572,014	538,979	527,538	544,038
11	FKL, AD, TEMERIN	219,151	341,530	352,724	352,530	254,008	333,151	378,695
12	POTISJE, AD, KANJIŽA	502,936	717,682	779,120	756,203	653,679	618,865	575,344
13	HOLCIM AGREGATI, AD, BEOGRAD	254,592	447,080	540,398	426,266	378,905	436,446	436,414
14	PERUTNINA PTUJ TOPIKO, AD, BAČKA TOPOLA	136,512	233,698	235,794	298,525	322,961	307,917	388,101
15	SOMBOLED, DOO, SOMBOR	391,610	617,763	595,013	582,857	562,401	604,838	575,637
16	ATB SEVER, DOO, SUBOTICA		294,009	345,183	364,941	396,106	417,349	499,937
17	RADIJATOR, AD, ZRENJANIN	381,251	621,699	563,943	465,899	455,579	496,218	409,114
18	FLUID UTVA, AD, PANČEVO	80,282	494,972	408,921	384,413	363,760	391,164	231,029
19	FABRIKA ŠEĆERA ŠAJKAŠKA, AD, ŽABALJ	519,417	539,945	641,035	816,071	979,777	828,356	783,656
20	MLEKARA SUBOTICA, AD	490,810	756,491	745,941	731,861	722,369	777,031	740,040
21	CARNEX, DOO, VRBAS	205,245	383,563	393,487	449,062	451,452	456,098	458,809
22	LIVNICA KIKINDA, AD, KIKINDA	153,825	207,903	213,830	252,047	226,970	228,553	203,330
23	JT INTERNATIONAL, AD, SENTA	346,413	938,024	1,188,700	1,342,382	1,167,517	1,107,069	1,125,308
24	APATINSKA PIVARA, DOO, APATIN	710,647	1,357,643	1,192,739	1,083,327	1,058,868	953,030	893,513
25	LAFARGE, DOO, BEOČIN	436,284	722,462	791,716	888,207	897,418	1,004,033	1,027,148
26	KOTEKS VISCOFAN, DOO, NOVI SAD	180,513	440,347	387,185	419,494	405,617	418,527	373,193
27	POLET, AD, NOVI BEČEJ	495,216	451,617	445,422	413,631	372,054	337,337	323,040
28	STRAŽILOVO, DOO, SREMSKI KARLOVCI	461,119	475,814	481,704	619,837	395,214	351,273	310,915
29	HEMOFARM, AD, VRŠAC	569,537	924,955	1,065,143	1,153,841	924,369	983,523	953,366
30	ŠEĆERANA CRVENKA, AD	676,406	974,733	1,185,607	1,245,112	1,338,581	1,177,489	1,168,541

*Konkurentski i finansijski efekti međunarodnih preuzimanja u Srbiji*

	NAZIV KOMPANIJE	REALNE BRUTO ZARADE PO ZAPOSLENOM U RSD*						
		2003	2006	2007	2008	2009	2010	2011
31	DIJAMANT, AD, ZRENJANIN	340,404	<b>690,902</b>	<b>651,104</b>	<b>670,473</b>	<b>554,108</b>	<b>512,326</b>	<b>508,654</b>
32	MLEKOPRODUKT, DOO, ZRENJANIN	192,351	<b>349,786</b>	<b>469,542</b>	<b>481,569</b>	<b>446,795</b>	<b>469,710</b>	<b>442,805</b>
33	VEOLIA TRANSPORT LUV, DOO, BEOGRAD		390,126	419,040	<b>457,325</b>	<b>475,924</b>	<b>445,057</b>	<b>430,615</b>
34	VALJAONICA BAKRA SEVOJNO, AD	278,877	366,993	409,888	387,529	<b>396,953</b>	<b>402,893</b>	<b>376,543</b>
35	IMPOL SEVAL, AD, SEVOJNO	<b>442,550</b>	<b>520,919</b>	<b>562,968</b>	<b>539,144</b>	<b>493,553</b>	<b>552,155</b>	<b>588,297</b>
36	LUKOIL SRBIJA, AD, BEOGRAD	363,355	<b>624,030</b>	<b>537,394</b>	<b>528,473</b>	<b>486,729</b>	<b>531,948</b>	<b>588,411</b>
37	XELLA, SRBIJA, DOO, VREOCI	291,996	<b>752,789</b>	<b>705,038</b>	<b>796,338</b>	<b>824,387</b>	<b>815,448</b>	<b>747,104</b>
38	KNJAZ MILOŠ, AD, ARANĐELOVAC	487,710	<b>875,487</b>	<b>777,849</b>	<b>609,510</b>	<b>562,121</b>	<b>574,935</b>	<b>562,199</b>
39	PHILIP MORISS OPERATIONS, AD, NIŠ	739,542	<b>997,546</b>	<b>1,073,893</b>	<b>886,447</b>	<b>1,255,538</b>	<b>996,894</b>	<b>1,483,820</b>
40	FBC, AD, MAJDANPEK	181,674	<b>315,929</b>	<b>351,814</b>	<b>313,217</b>	<b>316,681</b>	<b>359,627</b>	<b>394,094</b>
41	JELEN DO, AD	405,011	<b>479,801</b>	<b>456,831</b>	<b>417,833</b>	<b>409,503</b>	<b>406,822</b>	<b>375,468</b>
42	POLIESTER GRUPA, DOO, PRIBOJ	167,648	274,887	292,965	268,941	<b>303,200</b>	<b>310,581</b>	<b>293,142</b>
43	UJEDINJENE SRPSKE PIVARE, AD, ZAJEČAR	376,973	<b>526,667</b>	<b>499,164</b>	<b>592,959</b>	<b>446,468</b>	<b>444,019</b>	<b>447,099</b>
44	ZDRAVLJE, AD, LEKSOVAC	<b>625,173</b>	<b>835,277</b>	<b>698,755</b>	<b>691,434</b>	<b>825,041</b>	<b>711,663</b>	<b>733,989</b>
45	TITAN CEMENTARA, DOO, KOSJERIĆ	<b>547,778</b>	<b>802,513</b>	<b>801,400</b>	<b>850,863</b>	<b>849,227</b>	<b>914,662</b>	<b>837,648</b>
46	PREDUZEĆE ZA PUTEVE ZAJEČAR, AD	176,085	<b>370,351</b>	<b>569,664</b>	<b>596,283</b>	<b>774,343</b>	<b>610,859</b>	<b>618,636</b>
47	KAVIM RAŠKA, AD	143,929	198,768	235,413	253,728	246,633	<b>234,132</b>	<b>232,022</b>
48	SANDŽAK TRANS PUTNIČKI SAOBRAČAJ, AD	196,496	203,552	233,989	<b>222,741</b>	<b>257,818</b>	<b>275,696</b>	<b>241,880</b>
49	ŠUMADIJA LEK, DOO, ČAČAK	579,973	614,745	531,361	<b>595,728</b>	<b>556,504</b>	<b>718,489</b>	<b>687,770</b>
50	AUTOPREVOZ, AD, ČAČAK	194,438	279,227	311,504	<b>311,585</b>	<b>292,476</b>	<b>347,247</b>	<b>285,509</b>
51	BRITISH AMERICAN TOBACCO, AD, VRANJE	388,478	<b>1,274,639</b>	<b>1,046,251</b>	<b>951,620</b>	<b>1,584,286</b>	<b>1,033,303</b>	<b>821,669</b>
52	VEOLIA TRANSPORT LITAS, AD, POŽAREVAC	221,954	432,986	<b>374,223</b>	<b>343,109</b>	<b>343,407</b>	<b>353,111</b>	<b>360,098</b>
53	KONCERN BAMBI BANAT, AD, BEOGRAD	324,420	<b>558,435</b>	<b>630,630</b>	<b>590,842</b>	<b>589,980</b>	<b>638,331</b>	<b>574,905</b>
54	ALAS HOLDING, AD, LEDINCI	281,811	<b>442,934</b>	<b>626,933</b>	<b>566,707</b>	<b>683,390</b>	<b>761,274</b>	<b>660,618</b>
55	ZVEZDA HELIOS, AD, GORNJI MILANOVAC	278,881	<b>529,940</b>	<b>522,038</b>	<b>518,834</b>	<b>499,401</b>	<b>534,621</b>	<b>579,819</b>
56	TF KABLE FKZ, DOO, ZAJEČAR	207,809	328,569	367,582	<b>358,691</b>	<b>311,182</b>	<b>310,135</b>	<b>331,425</b>
57	VALJEVO PUT, AD	238,853	335,276	353,994	<b>359,559</b>	<b>334,564</b>	<b>294,861</b>	<b>262,832</b>
58	HOLCIM SRBIJA, DOO, POPOVAC	<b>649,360</b>	<b>695,714</b>	<b>1,212,265</b>	<b>823,986</b>	<b>889,489</b>	<b>1,003,522</b>	<b>1,002,096</b>
59	KAVIM JEDINSTVO, DOO, VRANJE	211,833	264,711	248,284	290,580	<b>287,099</b>	<b>271,034</b>	<b>263,032</b>
60	HENKEL SRBIJA, DOO, BEOGRAD	<b>762,207</b>	<b>597,650</b>	<b>628,455</b>	<b>736,182</b>	<b>635,348</b>	<b>635,267</b>	<b>1,096,855</b>
61	INOS BALKAN, DOO, VALJEVO	227,320	<b>389,430</b>	<b>383,348</b>	<b>357,546</b>	<b>410,225</b>	<b>232,049</b>	<b>428,509</b>
62	TERMEOELEKTRO, DOO, BEOGRAD	223,877	318,378	350,901	<b>337,854</b>	<b>722,851</b>	<b>887,924</b>	<b>794,007</b>



*Konkurentski i finansijski efekti međunarodnih preuzimanja u Srbiji*

	NAZIV KOMPANIJE	REALNE BRUTO ZARADE PO ZAPOSLENOM U RSD*						
		2003	2006	2007	2008	2009	2010	2011
63	FRIKOM, AD, PADINSKA SKELA	338,715	<b>656,061</b>	<b>676,330</b>	<b>697,742</b>	<b>689,490</b>	<b>665,503</b>	<b>654,113</b>
64	IMLEK, AD, PADINSKA SKELA	<b>466,874</b>	<b>838,182</b>	<b>700,565</b>	<b>765,431</b>	<b>721,471</b>	<b>690,377</b>	<b>663,808</b>
65	AD ŠTARK	325,833	661,303	<b>590,791</b>	<b>548,177</b>	<b>539,083</b>	<b>525,846</b>	<b>480,393</b>
66	ATEKS, DOO, BEOGRAD	134,010	<b>307,936</b>	<b>353,984</b>	<b>351,773</b>	<b>334,279</b>	<b>324,093</b>	<b>323,184</b>
67	STRAUSS ADRIATIC, DOO, ŠIMANOVCI	384,237	<b>875,018</b>	<b>866,736</b>	<b>783,748</b>	<b>987,683</b>	<b>1,089,495</b>	<b>966,632</b>
68	NIS, AD NOVI SAD		667,041	760,644	676,563	<b>900,065</b>	<b>1,024,126</b>	<b>1,032,556</b>
69	KOLUBARA UNIVERZAL, DOO, VELIKI CRLJANI		520,154	582,514	599,943	<b>870,827</b>	<b>652,360</b>	<b>668,038</b>
70	MONDI, DOO, PARAĆIN	198,241	<b>707,922</b>	<b>797,749</b>	<b>752,464</b>	<b>695,538</b>	<b>716,039</b>	<b>673,413</b>
71	TIGAR TYRES, DOO PIROT	369,865	549,650	625,240	614,777	<b>593,926</b>	<b>651,758</b>	<b>641,250</b>
72	NOVA SLOGA, AD, TRSTENIK	126,924	251,532	249,741	221,536	<b>663,957</b>	<b>325,690</b>	<b>312,604</b>
73	8.MART, AD, BEOGRAD	130,240	181,523	247,994	<b>247,397</b>	<b>230,399</b>	<b>271,866</b>	<b>241,879</b>
74	VLASINKA, DOO, BEOGRAD	293,392	<b>546,355</b>	<b>589,080</b>	<b>610,207</b>	<b>599,706</b>	<b>653,464</b>	<b>677,285</b>
75	CE-ZA-R, DOO, BEOGRAD	125,051	<b>404,950</b>	<b>494,981</b>	<b>433,426</b>	<b>415,859</b>	<b>440,459</b>	<b>461,965</b>
76	MARBO PRODUCT, DOO, BEOGRAD	345,913	432,978	431,248	514,004	<b>558,787</b>	<b>603,876</b>	<b>597,248</b>
77	PUTEVI ČAČAK, AD	219,015	410,578	<b>578,768</b>	<b>530,589</b>	<b>717,159</b>	<b>546,802</b>	<b>551,597</b>
78	GRAND PROM, DOO, BEOGRAD	362,617	<b>761,485</b>	<b>789,271</b>	<b>821,271</b>	<b>880,224</b>	<b>973,169</b>	<b>827,899</b>

\* Boldovani podaci se odnose na godine kada je kompanija bila u stranom vlasništvu

***EFEKTI TRANSFERA  
MEĐUNARODNIH STANDARDA  
POSLOVANJA NA PREUZETE  
KOMPANIJE U SRBIJI***

## *V Efekti transfera međunarodnih standarda poslovanja na preuzete kompanije u Srbiji*

U prethodnom delu detaljno su razmatrani efekti međunarodnih preuzimanja na izvozu opredeljenost i finansijske rezultate preuzetih kompanija. Izvozni i finansijski rezultati kompanija nakon preuzimanja su posledica transferisanja međunarodnih standarda poslovanja. U slučaju Srbije, a i većine tranzicionih zemalja, međunarodna preuzimanja podrazumevaju značajna ulaganja novih vlasnika kako bi se dostigao međunarodni nivo konkurentnosti. Nove investicije osim ulaganja u materijalnu imovinu podrazumevaju i visok stepen investiranja u razvoj nematerijalne imovine. Posedovanje retkih, vrednih i teških za imitiranje nematerijalnih resursa predstavlja u današnjem poslovnom ambijentu izvor konkurentskog diferenciranja. Sa tog aspekta posmatran razvoj nedostajućih nematerijalnih resursa predstavlja glavni doprinos koji međunarodna preuzimanja daju razvoju ekonomije Srbije.

Analiza transfera međunarodnih standarda poslovanja na preuzete kompanije u Srbiji je vršena primenom kratkih anketnih upitnika i studija slučaja. Ukupan broj kontaktiranih kompanija iznosi 95. Lista kontaktiranih kompanija je sastavljena na bazi podataka dobijenih od SIEPA, Agencije za privatizaciju, AOFI, ličnih saznanja i pretraživanjem putem Interneta. U pitanju su relevantna preuzimanja kod kojih je protekla najmanje jedna godina od trenutka preuzimanja. U prvoj fazi istraživanja je putem ličnih poznanstva uspostavljen kontakt sa većim brojem kompanija koje su pristale da popune anketne upitnike. U narednoj fazi je preostalim kompanijama sa liste poštom upućen anketni upitnik sa propratnim pismom i kovertom sa upisanom adresom na koju mogu da šalju popunjene upitnike. U anketi su učestvovala 44 kompanije (spisak učesnika u anketi i anketni upitnik nalaze se u Prilogu 7a i 7b), što predstavlja 46% od ukupnog broja kontaktiranih. Anketni upitnici su koncipirani na bazi petostepene Likertove skale, i obuhvataju 18 stavova koje su učesnici u anketi vrednovali.<sup>413</sup>

---

<sup>413</sup> 5 – apsolutno se slažem, 4 – delimično se slažem, 3 – polovično se slažem, 2 – delimično se ne slažem i 1-apsolutno se ne slažem

Studije slučaja sprovedene su primenom dubinskog intervjua u kome je učestvovao top menadžment „Fabrike bakarnih cevi“ iz Majdanpeka koju je preuzela Alpin Group iz Rusije i „FOD Bor“ koju je preuzela ATB Group iz Austrije. U martu 2012. godine, nekoliko meseci pre obavljenog intervjua, ATB Group je preuzeta od strane kineske kompanije *Wolong*. Na ovaj način je putem studije slučaja indirektno obrađeno i prvo preuzimanje od strane kineskih kompanija u Srbiji.

### ***1. Afirmacija marketinške orijentacije, pozicioniranje i usklađivanje poslovnih funkcija***

Prelaskom sa centralno planskog na tržišni sistem i liberalizacijom ekonomskih odnosa u bivšim socijalističkim zemljama stvorene su pretpostavke da MNK iz razvijenih zemalja preuzmu lokalne kompanije, do tada dominantno u državnom vlasništvu. Poseban izazov za MNK je transformisanje preuzetih kompanija i prilagođavanje tržišnim uslovima poslovanja. Ovaj proces dodatno je otežan činjenicom da mnoge od preuzetih kompanije nisu imale ranije iskustvo sa tržišnim uslovima poslovanja.

U socijalističkim privredama preduzeća su bila fokusirana na ugovaranje količine robe i usluga, koje bi se zatim isporučivale po unapred utvrđenim cenama državnim posrednicima. Kao rezultat ovakvog odnosa tražnja je bila nedovoljno razvijena, a kompanije nisu imale potrebu da prilagođavaju elemente marketing miksa potrebama potrošača. Usled nepostojanja konkurencije i veće tražnje od ponude, diferenciranje ponude i promovisanje bili su nepotrebni. Aktivnosti kao što su istraživanje tržišta, brendiranje i oglašavanje su uglavnom zanemarivane, a država je kontrolisala cene i kanale distribucije.<sup>414</sup> Menadžment nije imao potrebe da prikuplja i analizira tržišne informacije, usled čega su se u mnogim od ovih kompanija kumulirali problemi nakon prelaska na tržišni sistem poslovanja.

Jedan od osnovnih ciljeva investitora nakon preuzimanja je razvijanje marketinške orijentacije. Marketinška orijentacija podrazumeva usmeravanje kompanije ka potrebama potrošača, aktivnostima konkurencije i usklađivanje poslovnih funkcija, a sve u cilju

---

<sup>414</sup> Golden Peggy, Doney Patricia, Johnson Denise, Smith Jerald, The Dynamics of a Marketing Orientation in Transition Economies: A Study of Russian Firms, *Journal of International Marketing*, Vol. 3, No. 2, 1995, str. 29 - 49

dugoročne strateške orijentisanosti i profitabilnosti.<sup>415</sup> Kroz ova tri usmerenja i dva poslovna efekta prati se marketinška orijentacija preduzeća. U literaturi su efekti marketinške orijentacije na poslovne performanse kompanije široko istraživani, a opšti zaključak je da marketinška orijentacija doprinosi boljim poslovnim performansama. Posebno je bitno da je potvrđena teza po kojoj je veza između marketing orijentacije i poslovnih performansi jača u slučaju tržišnih i tehnoloških turbulencija. Objašnjenje za ovaj zaključak je da u nestabilnim uslovima menadžment kompanije mora da bude osetljiviji na tržišne promene. S obzirom na tržišnu nestabilnost u tranzicionim zemljama, empirijski je pokazano da marketinški orijentisane kompanije u ovim zemljama ostvaruju superiorne performanse.<sup>416</sup>

Nepostojanje svesti o neophodnosti da se odgovori na potrebe potrošača predstavljalo je glavni problem sa kojim su se susretali investitori nakon preuzimanja kompanija u državnom vlasništvu. Kao prvi korak nakon preuzimanja nameće se potreba da se prekine sa prethodnim modelom poslovanja i kreiraju nova znanja. Stvaranje svesti da stari način poslovanja nije više moguć i da je neophodno uvažavati stavove potrošača je usko povezano sa promenom korporativne kulture i obukom pre svega menadžmenta, ali i svih zaposlenih. Kreiranje marketinških znanja nije jednosmeran proces. Naime, strani investitori mogu transferisati marketinška znanja koja su dala rezultate u razvijenim zemljama, ali to ne garantuje da će njihova implementacija dati rezultate u tranzicionim zemljama.

Većina MNK prilikom nastupa u tranzicionim zemljama ipak primenjuje strategije standardizacije, a manji broj njih nastoji da ostvari prednosti kombinujući globalne i lokalne brendove.<sup>417</sup> Standardizovani pristup marketinškoj strategiji može biti adekvatan u početnim fazama kada preuzete kompanije napuštaju prethodni način poslovanja, a opstanak u novom konkurentskom ambijentu se obezbeđuje eksploatacijom transferisanih

---

<sup>415</sup> Deng Shengliang, Dart Jack, The Market orientation of Chinese Enterprises During a Time of Transition, *European Journal of Marketing*, Vol. 33, No. 5/6, 1999, str. 631 - 654

<sup>416</sup> Hooly Graham, Tony Cox, Fahy John, Shipley David, Beracs Jozef, Fonfara Krzysztof, Snoj Boris, Market Orientation in the Transition Economies of Central Europe: Test of Narver and Slater Market Orientation Scale, *Journal of Business Research*, Vol. 50, No. 3, 2000, str. 273 - 285

<sup>417</sup> Schuh Arnold, Global Standardization as a Success Formula for Marketing in Central Eastern Europe, *Journal of World Business*, Vol. 35, No. 2, 2000, str. 133 - 148

marketinških znanja od strane inostranog investitora. Za ostvarenje dugoročne konkurentске prednosti neophodno je da se preuzeta kompanija osposobi da na bazi transferisanih znanja kreira svoja marketinška rešenja, u skladu sa specifičnošću poslovnog ambijenta u tranzicionim zemljama.<sup>418</sup>

Odsustvo tržišta i državno subvencionisanje firmi koje loše posluju dovelo je do nepostojanja konkurentskog pritiska na kompanije. Kompanije u ovom sistemu nisu imale potrebu da analiziraju poteze konkurencije i u skladu sa njima prilagođavaju poslovnu strategiju. Prelazak na tržišni sistem poslovanja suočio je domaće kompanije sa pritiskom konkurencije iz inostranstva i domaćih preduzetničkih kompanija. Kompanije u državnom vlasništvu u tranzicionim zemljama ne poseduju dovoljno kompetentnosti da razviju marketinšku orijentaciju i u skladu sa tim ostvare adekvatne performanse. Empirijske analize su pokazale da su privatizovana preduzeća<sup>419</sup> i inostrane kompanije (kroz zajednička ulaganja ili samostalno)<sup>420</sup> više marketinški orijentisane nego kompanije u državnom vlasništvu. Ako imamo u vidu da kompanije u državnom vlasništvu u najvećoj meri nisu marketinški orijentisane, za strane investitore je od suštinske važnosti da prepoznaju mete koje imaju potencijala da se adekvatno transformišu. Posebno atraktivne za strane investitore mogu da budu državne kompanije koje su u nekom prethodnom periodu bile izvozno orijentisane, ka tržištima razvijenih zemalja. Ove kompanije su putem izvozne funkcije bile u kontaktu sa tržišnim uslovima privređivanja, zbog čega su morale u određenoj meri da budu i marketinški orijentisane. Marketing orijentacija u inostranstvu im je pomogla da u početnim fazama tranzicije datu praksu transferišu i ka domaćem tržištu. Empirijska istraživanja su pokazala da izvoznici u tranzicionim zemljama u državnom vlasništvu veći značaj daju marketinškoj opredeljenosti u odnosu na državne kompanije koje su bile fokusirane na domaće tržište.<sup>421</sup>

---

<sup>418</sup> Dixon Sarah, Klaus Meyer, Day Marc, Stages of Organizational Transformation in Transition Economies: A Dynamic Capabilities Approach, *Journal of Management Studies*, Vol. 47, No. 3, 2010, str. 416 - 436

<sup>419</sup> Shipley David, Hooly Graham, Tony Cox, Fonfara Krzysztof, The Effects of Privatization on Marketing Capability and Activity in Poland, *International Journal of Research in Marketing*, Vol. 15, No. 4, 1998, str. 367 - 381

<sup>420</sup> Deng Shengliang, Dart Jack, The Market orientation of Chinese Enterprises During a Time of Transition, *European Journal of Marketing*, Vol. 33, No. 5/6, 1999, str. 631 - 654

<sup>421</sup> Ellis Paul, Davis Howard, Wong Ada Hiu-Kan, Export Intensity and Marketing in Transition Economies: Evidence from China, *Industrial Marketing Management*, Vol. 40, No. 4, 2011, str. 593 - 602

Istraživanja u oblasti marketinga su poslednjih godina akcenat stavila na postojanje veze između marketinške i ostalih poslovnih funkcija. Ustanovljeno je da čvrsta krosfunkcionalna povezanost može da doprinese boljim izvoznim i poslovnim performansama.<sup>422</sup> Kod kompanija koje su poslovale u socijalističkom sistemu bila je prisutna funkcionalna organizacija i nizak stepen saradnje između poslovnih funkcija, što je dovodilo do toga da funkcionalni menadžeri budu zatvoreni u “silose”. Transformacija preuzetih kompanija u tranzicionim zemljama podrazumeva i uspostavljanje krosfunkcionalnih veza unutar kompanije i efikasnog sistema koordinacije. U teoriji se ističe da mora postojati snažna veza između marketinga, prodaje, IR, proizvodnje i finansijske funkcije. Naravno da svaka od navedenih funkcija nema isti doprinos donošenju pojedinih poslovnih odluka, niti je stepen preklapanja isti. Veza između navedenih poslovnih funkcija je naročito izražena kod donošenja odluke o novom proizvodu, formiranju cena i posleprodajnim uslugama. Takođe, koordinacija između poslovnih funkcija je značajno manja kada se donose odluke o oglašavanju i izboru kanala distribucije.<sup>423</sup> U tranzicionim zemljama uloga marketinške funkcije dodatno dolazi do izražaja usled nestabilnog poslovnog ambijenta, jer marketinška funkcija mora da napaja ostale poslovne funkcije informacijama.

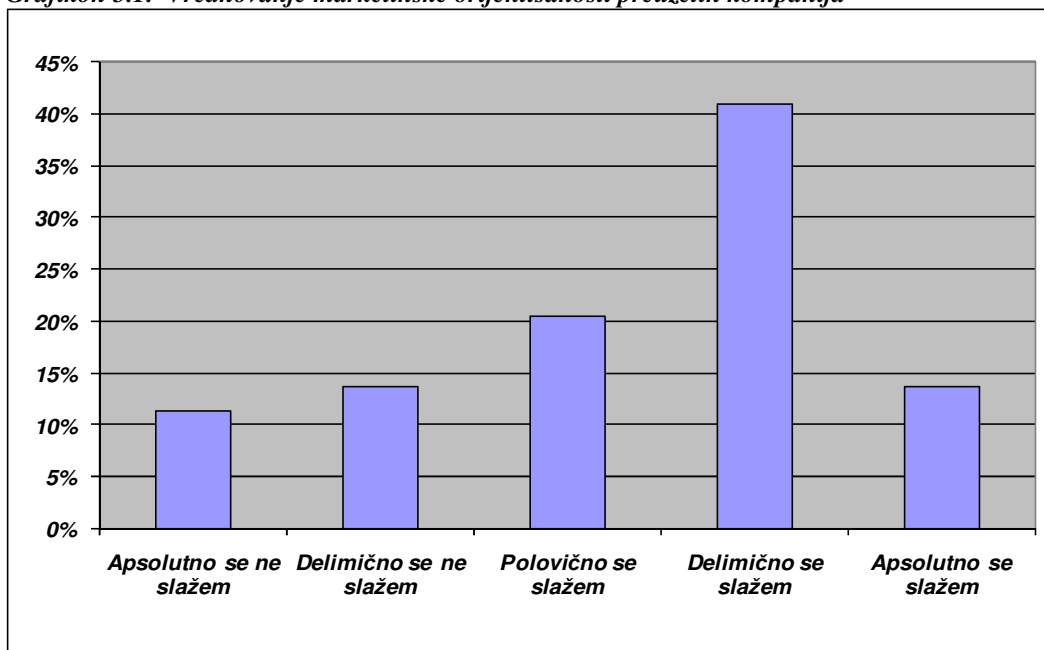
Iako su u bivšoj SFRJ činjeni pokušaji da se ostvari simbioza tržišta i centralnoplanskog planiranja, celokupna privreda nije bila marketinški orijentisana. Ratna dešavanja i izolacija zemlje tokom devedesetih godina prošloga veka nisu omogućili da dođe do značajnijeg razvoja marketinškog opredeljenja domaćih kompanija. Strani investitori koji su preuzeli domaće kompanije su svesni marketinške neopredeljenosti domaćih kompanija, što se može videti na bazi rezultata ankete koja je među njima sprovedena. Grafikonom 5.1. su prikazani rezultati vrednovanja stava „*Kompanija koju smo preuzeli nije bila marketinški orijentisana zbog čega smo morali intenzivno da investiramo u razvijanje marketinških sposobnosti*“.

---

<sup>422</sup> Cadogan John, Sundqvist Sana, Salminen Risto, Puumalainen Kaisu, Export Marketing, Interfunctional Interactions, and Performance Consequencue, *Journal of Academy Management Science*, Vol. 33, No. 4, 2005, str. 520 - 535

<sup>423</sup> Krohmer Harley, Homburg Christian, Workman John, Should Marketing be Cross – Functional? Conceptual Development and International Empirical Evidence, *Journal of Business Research*, Vol. 55, No. 6, 2002, str. 451 - 465

Grafikon 5.1. Vrednovanje marketinške orijentisanosti preuzetih kompanija



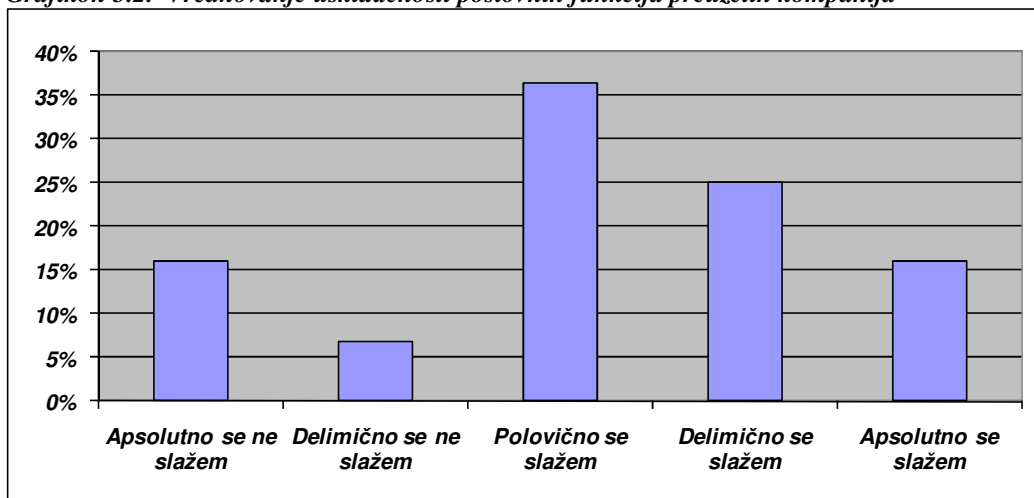
Izvor: Sprovedena anketa

Rezultati ankete pokazuju da je preko 54% stranih investitora iznelo visok ili relativno visok stepen slaganja sa iznesenim stavom o marketinškoj neosposobljenosti preuzetih kompanija. Svega 24% stranih investitora bilo je apsolutno ili relativno zadovoljno marketinškom opredeljenošću preuzetih kompanija. U grupi stranih investitora koji su pokazali neslaganje sa iznetim stavom dominiraju preuzimanja na komercijalnoj osnovi (prethodni vlasnik je domaće fizičko ili pravno lice), što potvrđuje teorijski iznet stav da su domaće kompanije u privatnom vlasništvu više marketinški orijentisane u odnosu na domaće kompanije u državnom i društvenom vlasništvu.

Sledeći stav koji su strani investitori vrednovali u okviru ankete se odnosio na usklađenost poslovnih funkcija preuzetih kompanija. Grafikonom 5.2. prikazani su rezultati vrednovanja tvrdnje „U slučaju kompanije koju smo preuzeli nije postojala usklađenost poslovnih funkcija (marketinške, proizvodne, istraživanja i razvoja, i finansijske) zbog čega smo morali da preduzmemo mere u cilju njihove bolje koordinacije“



Grafikon 5.2. Vrednovanje usklađenosti poslovnih funkcija preuzetih kompanija

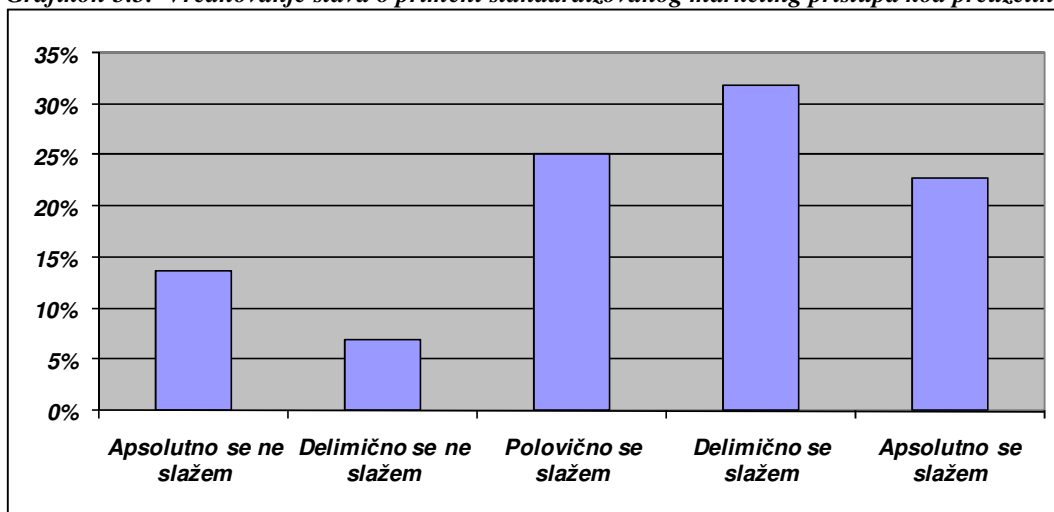


Izvor: Sprovedena anketa

Podaci sa grafikona 5.2. ukazuju da se 41% anketiranih stranih investitora apsolutno ili delimično slaže sa stavom da u okviru preuzete kompanije nije postojala usklađenost poslovnih funkcija. Nasuprot tome se nalazi 23% ispitanika koji se apsolutno ili delimično ne slažu sa datim stavom. Slično kao i u slučaju vrednovanja prvog stava, grupu stranih investitora koji se ne slažu sa iznetim stavom o neusklađenosti poslovnih funkcija u preuzetim kompanijama čine preuzimanja na komercijalnoj osnovi. Ovim je dodatno potvrđena teza o većoj marketinškoj orijentisanosti domaćih privatnih u odnosu na državne i društvene kompanije. Interesantno je primetiti da je veliki broj ispitanika izneo polovično slaganje sa iznetim stavom, što govori u prilog tome da je kod najvećeg broja preuzetih kompanija postojao određeni stepen usklađenosti poslovnih funkcija, ali da su bili neophodni dodatni napori na njihovom usklađivanju.

Konačno, putem ankete su se strani investitori izjašnjavali o nivou prilagođavanja marketing pristupa u Srbiji u odnosu na marketing programe na globalnom nivou. Grafikonom 5.3. prikazani su rezultati vrednovanja stava „*Marketinški pristup koji primenjujemo u preuzetoj kompaniji je standardizovan i identičan onom koji se primenjuje u drugim inostranim filijalama, bez obzira na lokalne specifičnosti tržišta Srbije*“.

Grafikon 5.3. Vrednovanje stava o primeni standardizovanog marketing pristupa kod preuzetih kompanija



Izvor: Sprovedena anketa

Sa grafikona 5.3. se može uočiti da se 55% stranih investitora apsolutno ili delimično slaže sa iznesenim stavom da je primenjeni marketinški pristup identičan onom koji se primenjuje u filijalama u ostalim zemljama. Nasuprot njima svega 19% ispitanika se delimično ili apsolutno ne slaže sa ovim stavom. Rezultati dobijeni anketom pokazuju da veliki broj kompanija primenom dokazanih marketinških pristupa nastoji da ostvari efekte ekonomije obima ne smatrajući tržište Srbije dovoljno relevantnim da bi se vršila neka značajnija prilagođavanja.

Dalja analiza marketinške opredeljenosti preuzetih kompanija je vršena primenom studije slučaja na dve kompanije. Rezultati studija slučaja u velikoj meri, uz određene specifičnosti, korespondiraju rezultatima koji su dobijeni putem anketiranja. Studije slučaja su dale potvrdu iznesenim stavovima da su strani investitori nakon preuzimanja investirali značajna sredstva kako bi podigli marketinšku opredeljenost i usklađenost poslovnih funkcija preuzetih kompanija na viši nivo.

### **Studija slučaja 1: Fabrika bakarnih cevi, Majdanpek**

Fabrika Bakarnih cevi u Majdanpeku je privatizovana 2004. godine, kada je novi vlasnik postala Alpin Group iz Rusije. Pre privatizacije kompanija je bila u relativno lošem poslovnom stanju, a danas kompanija predstavlja jednog od najvećih izvoznika u Srbiji. Izvoz kompanije u prvih 9 meseci 2011. godine iznosio je preko 62 miliona EUR, a kompanija je proizvode plasirala na tržište Rusije, Turske i 15 zemalja članica EU. Prvi korak u marketinškom osposobljavanju preuzete kompanije bile su tehnološke promene kako bi se dobili neophodni sertifikati za poslovanje na

tržištu EU. Proizvodi kompanije se koriste kao komponenta u proizvodnji većeg broja preciznih instrumenata zbog čega su standardi u njihovoj proizvodnji izuzetno strogi. Tražnja za proizvodima je relativno standardizovana usled čega ne postoje snažni pritisci za prilagođavanjem. Osnovni vidovi promovisanja kompanije su putem specijalizovanih sajmova u inostranstvu, koje kompanija koristi i kao kanal za ispitivanje tražnje, i putem Internet oglašavanja. Praksa oglašavanja u specijalizovanim časopisima se nije pokazala adekvatnom zbog čega je napuštena. Kompanija uglavnom primenjuje direktan izvoz, dok se u pojedinim zemljama primenjuju usluge ekskluzivnih agenata. U cilju bolje koordinacije poslovnih funkcija uvedena su informatička rešenja koja omogućavaju lakšu razmenu informacija između poslovnih funkcija. Takođe, poslovne aktivnosti se razmatraju na nedeljnom nivou uz učešće predstavnika svih poslovnih funkcija. Fabrika bakarnih cevi je jedinstvena u okviru sistema, usled čega postoje određene marketinške specifičnosti, ali su osnovne marketinške pretpostavke standardizovane.

---

### ***Studija slučaja 2: FOD ATB, Bor***

Kompanija FOD je do 2008. godine poslovala u okviru RTB Bor. Do 2003. godine preko 95% usluga i proizvoda je realizovano za matičnu kompaniju. Kada je 2003. godine RTB Bor dospeo u velike poslovne probleme, menadžment kompanije je odlučio da diversifikuje tražnju, ovlada novim proizvodima i uslugama. Danas na RTB Bor otpada 45% poslovnih prihoda. Kada je 2008. godine ATB Group iz Austrije preuzela FOD kompanija je već bila u značajnoj meri marketinški orijentisana. Strani investitor je na FOD ATB preneo know how za proizvodnju novih mašinskih komponenti i pomogao da kompanija stekne sertifikate neophodne za izvoz na tržište EU (uglavnom Austrija i Bugarska) i SAD. U kompaniji posebno ističu da su jedina kompanija u Srbiji i regionu koja poseduje znanje u proizvodnji turbina za mini hidrocentrale. Kompanija se promovise na specijalizovanim sajmovima i principom „od usta do usta“. Matična kompanija snagom brenda i reputacijom predstavlja „kišobran“ prilikom konkurisanja za velike projekte u inostranstvu. Na domaćem tržištu kompanija primenjuje direktnu prodaju, a mreža direktnih prodavaca obilazi značajnija preduzeća iz mašinskog i građevinskog sektora u Srbiji. Direktna prodaja je od velikog značaja za kompaniju budući da je u pitanju specijalizovana paleta proizvoda i usluga koja se nudi tržištu, usled čega je potreban neposredan kontakt sa kupcima. Kako bi se postigao veći stepen usklađenosti poslovnih funkcija dva puta nedeljno se održavaju sastanci predstavnika poslovnih funkcija. Od posebnog su značaja informacije koje dostavljaju direktni prodavci o rezultatima svojih aktivnosti. Ove informacije su od značaja za funkciju nabavke, proizvodnje i funkciju ljudskih resursa. Fleksibilnost funkcije ljudskih resursa je od velikog značaja s obzirom da kompanija osim stalno zaposlenih angažuje i jedan broj zaposlenih na privremenim i povremenim poslovima.

---

## ***2. Efekti unapređivanja tehnoloških pretpostavki poslovanja***

Pozitivan uticaj SDI na zemlju domaćina se ogleda u prilivu nedostajućeg investicionog kapitala, pozitivnog uticaja na zaposlenost, platni bilans, jačanje konkurencije i unapređenje tehnološke osnove poslovanja.<sup>424</sup> SDI na tehnološke osnove poslovanja imaju direktan, ali i indirektan uticaj na bazi vertikalnih i pobočnih veza koje strana kompanija

---

<sup>424</sup> Meyer Klaus, Sinani Evis, Spillover of Technology Transfer from FDI: The Case of Estonia, *Journal of Comparative Economics*, Vol. 32, No. 3, 2004, str. 445 - 466

uspostavlja, kao i efekata ugledanja. U praksi efekti preliivanja tehnologije mogu značajno prevazići direktne efekte koji se očekuju po osnovu strane investicije.

Pitanje transfera tehnologije ka tranzicionim zemljama je veoma kompleksno i zavisi od više faktora: internih karakteristika MNK, karakteristika poslovnog ambijenta i internih karakteristika primaoca tehnologije. Ukoliko MNK poseduje savršenija tehnološka rešenja manja je verovatnoća da će se opredeliti za njen transfer u inostranstvo u vidu zajedničkih ulaganja, već će nastojati da se transfer ostvari na bazi samostalne investicije u inostranstvu. Na ovaj način kompanije nastoje da očuvaju izvor konkurentске prednosti i spreče efekat „nekontrolisanog preliivanja“. Nivo transferisanja tehnologije će zavistiti od stepena razvoja institucija i stepena ekonomske integracije u globalnu privredu. Ukoliko su tržišne institucije nerazvijene, a stepen integracije nacionalne u globalnu ekonomiju nizak, MNK će nastojati da u ove zemlje generišu već dokazane zrele tehnologije, kako bi se sprečile zloupotrebe. Sa druge strane, ka tranzicionim zemljama koje su već dostigle relativno visok stepen razvoja tržišnih institucija, a u velikoj meri su integrisane u globalnu privredu, će se usmeravati SDI koje sa sobom nose transfer nove tehnologije. To se čini iz dva razloga: efikasne institucije daju dozu sigurnosti da neće doći do nedozvoljenog kopiranja tehnoloških rešenja, dok sa druge strane visok stepen ekonomske integracije stvara platformu da se robe i usluge kreirane eksploatacijom tehnološkog rešenja plasiraju u inostranstvo, čime se postižu efekti ekonomije obima.<sup>425</sup> Konačno, preliivanje tehnologije zavisi od apsorpcionih karakteristika primaoca i razvijenosti komplementarnih grana. Ukoliko lokalni primalac (zajedničko ulaganje ili filijala) ne poseduje adekvatne apsorpcione kapacitete (nematerijalne i materijalne resurse) mala je verovatnoća da će doći do efikasne eksploatacije transferisane tehnologije, usled čega kompanije uglavnom vrše transfer tehnologije starije generacije.<sup>426</sup> Takođe, nepostojanje komplementarnih grana može učiniti transfer tehnologije izlišnim i neupotrebljivim na datoj lokaciji.

Posebnu oblast u ekonomskoj literaturi predstavlja razmatranje odabira investicione strategije ulaska. U istraživanjima je značajna pažnja posvećena razmatranju uticaja

---

<sup>425</sup> Tihany Laszlo, Roath Anthony, Technology Transfer and Institutional Development in Central and Eastern Europe, *Journal of World Business*, Vol. 37, No. 3, 2002, str. 188 - 198

<sup>426</sup> Meyer Klaus, Perspectives on Multinational Enterprises in Emerging Economies, *Journal of International Business Studies*, Vol. 35, No. 4, 2004, str. 259 - 276

tehnološkog jaza koji postoji između matične i zemlje domaćina i odabrane strategije ulaska. Empirijska istraživanja su pokazala da ukoliko postoji niži tehnološki jaz MNK se dominantno opredeljuju za preuzimanja, dok u slučaju većeg tehnološkog jaza ulazak na strana tržišta vrše u vidu *greenfield* investicija.<sup>427</sup> Objašnjenje za ovaj stav se nalazi u troškovima transfera. Naime, ukoliko je tehnološki gep visok troškovi transfera tehnologije su visoki. Troškovi transfera tehnologije su naročito veliki kod preuzimanja budući da je neophodno izvršiti strateško restrukturiranje preuzete kompanije. Sa druge strane, putem *greenfield* investicija se odabirom lokacije, ljudskih resursa i mreže dobavljača značajno smanjuju troškovi transfera tehnologije, čime se postavljaju osnove za kreiranje konkurentne prednosti. Troškovi transfera tehnologije su samo jedna od determinanti koja će uticati na MNK prilikom odabira strategije ulaska na ciljano tržište, ali će značaj ove determinante biti izražen u slučajevima tehnološki intenzivnih projekata.

Empirijska istraživanja su pokazala da su međunarodna preuzimanja kao i *greenfield* projekti usko povezani sa transferom tehnologije u zemlju domaćina.<sup>428</sup> Transfer tehnologije je naročito izražen kod međunarodnih preuzimanja u tranzicionim zemljama iz razloga što više imaju karakteristike *brownfield* investicije nego klasičnih preuzimanja.<sup>429</sup> Naime, kompanije u tranzicionim zemljama su često „zapuštene“ pa je neophodno njihovo restrukturiranje i transfer nove tehnologije. Čak i kada tržišni uslovi to ne zahtevaju, zbog niskog nivoa konkurencije i superiornog položaja na tržištu, već se vrši transfer „zrele“ tehnologije postiže se značajan napredak u odnosu na prethodnu tehnološku osnovu.

Izuzev transfera tehnologije, međunarodne investicije predstavljaju i priliku da se u zemlji domaćina generišu nova tehnološka rešenja. Generisanje novih tehnoloških rešenja u velikoj meri zavisi od osnovne motivacije MNK. U slučaju kada je investicija motivisana podizanjem efikasnosti ili preuzimanjem strateških resursa, postoji verovatnoća da će MNK u zemlji domaćina očuvati IR. Pojedine države su zauzele stav da međunarodna preuzimanja, naročito domaćih lidera, mogu da dovedu do gašenja sektora istraživanja i

---

<sup>427</sup> Matoo Aaditya Olarreaga Marcelo, Kamal Saggi, Mode of Foreign Entry, Technology Transfer and FDI Policy, *Journal of Development Economics*, Vol. 75, No. 1, 2004, str. 95 - 111

<sup>428</sup> UNCTAD, 2000, *World Investment Report*, str. 175

<sup>429</sup> Meyer E. Klaus, Estrin Saul, Brownfield Entry in Emerging Markets, *Journal of International Business Studies*, 2001, Vol. 32, No. 3, str. 575 - 584

razvoja, zbog čega ne gledaju blagonaklono na ove procese. Ovaj stav se objašnjava time što MNK u cilju ostvarivanja ekonomije obima često centralizuju funkciju IR. Praksa nije dala punu potvrdu ovih stavova. Poslednjih godina MNK postepeno vrše decentralizaciju funkcije IR, čime se deo ovih aktivnosti seli u druge zemlje, a u skladu sa neophodnim ljudskim i infrastrukturnim resursima. Ova tendencija se odvija paralelno sa tehnološkim napretkom nekih brzorastućih ekonomija (npr. Indija, Kina i sl.). Kada su u pitanju tranzicione zemlje međunarodna preuzimanja su u prvoj fazi uglavnom podrazumevala gašenje centara za IR zbog njihove neefikasnosti i nemogućnosti da se u kratkom periodu unaprede. Sa druge strane, zabeleženi su slučajevi da su nekoliko godina po preuzimanju, nakon napredovanja celokupne privrede u procesu tranzicije, MNK ponovo aktivirale, na novim osnovama, ugašene IR centre.<sup>430</sup>

Konačno SDI doprinose transferu tehnologije u zemlju domaćina putem prelivanja. Prelivanja su moguća u okviru iste grane i po vertikali. Prelivanja u okviru iste grane nisu pod kontrolom same kompanije i nastaju usled ugledanja konkurenata i fluktuacije radne snage. Tehnološka prelivanja u okviru grane u velikoj meri zavise od apsorpcionih kapaciteta domaćih konkurenata.<sup>431</sup> Prelivanje tehnoloških rešenja po vertikali predstavlja posledicu saradnje sa dobavljačima i kupcima u okviru lanca vrednosti. MNK se u tranzicionim zemljama nakon preuzimanja suočavaju sa neefikasnim lancem vrednosti usled čega je jedan deo investicija usmeren ka dobavljačima i kupcima. Strateškim partnerstvom se transferiše tehnologija ka dobavljačima u cilju podizanja kvaliteta inputa, efikasnosti isporuke, organizacije poslovanja i sl.<sup>432</sup> Sa druge strane, strateška partnerstva sa kupcima koja podrazumevaju obuku u korišćenju proizvoda, bolje posleprodajne usluge i sl. doprinose prelivanju tehnologije unapred. Mogućnosti prelivanja tehnologije unapred su ograničene granom u kojoj MNK posluju.

---

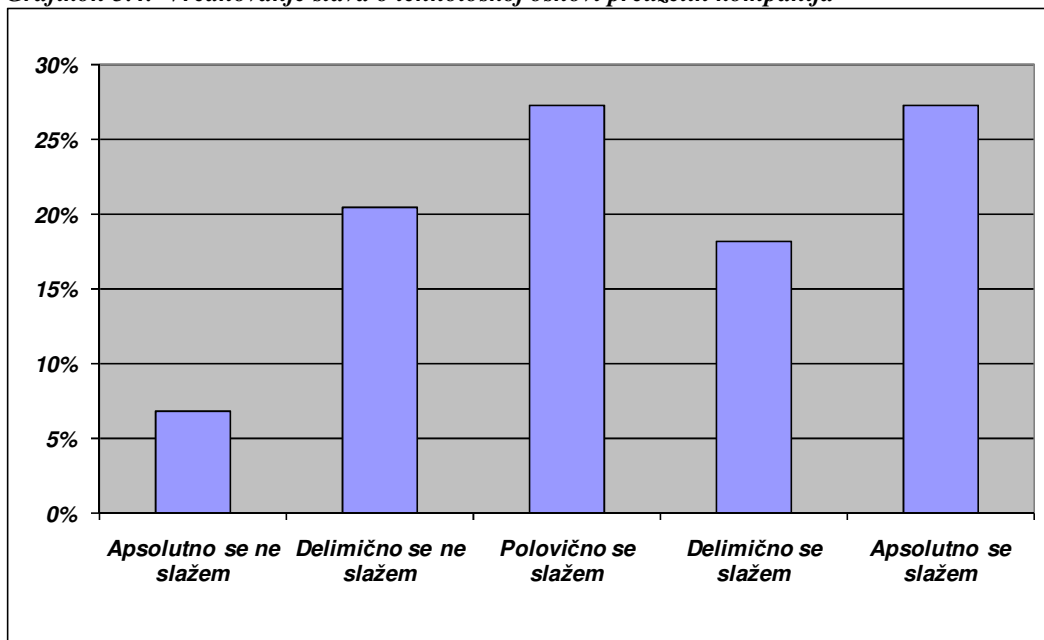
<sup>430</sup> Po preuzimanju kompanije Tungsram u Mađarskoj kompanija *GE* je ugasila centar za IR. Nekoliko godina nakon toga *GE* je investirao u otvaranje prethodno ugašenog centra, čime je ovaj centar postao prvi centar *GE* za IR van SAD.

<sup>431</sup> Meyer Klaus, Perspectives on Multinational Enterprises in Emerging Economies, *Journal of International Business Studies*, Vol. 35, No. 4, 2004, str. 259 - 276

<sup>432</sup> Beata Smarzynska Javorcik, Does Foreign Direct Investment Increase the Productivity of Domestic Firm? In Search of Spillovers Through Backward Linkages, *The American Economic Review*, Vol. 94, No. 4, 2004, str. 605 - 627

Zbog nestandardnog procesa tranzicije u Srbiji, ratna dešavanja i izolacija zemlje, tehnološka osnova kompanija u periodu devedesetih godina značajno je degradirana. Erozija tehnološke osnove se odnosi kako na zastarevanje proizvodnih kapaciteta tako i nematerijalne osnove. U okviru ovog dela istraživanja strani investitori su vrednovali stavove koji se odnose na tehnološku osnovu preuzetih kompanija i svoj doprinos podizanju tehnološke osnove privrede Srbije putem prelivanja. Grafikonom 5.4. prikazani su rezultati vrednovanja stava „*Tehnološka osnova kompanije koju smo preuzeli bila je izuzetno niska zbog čega smo morali značajno da investiramo u nova tehnološka rešenja*“

**Grafikon 5.4. Vrednovanje stava o tehnološkoj osnovi preuzetih kompanija**



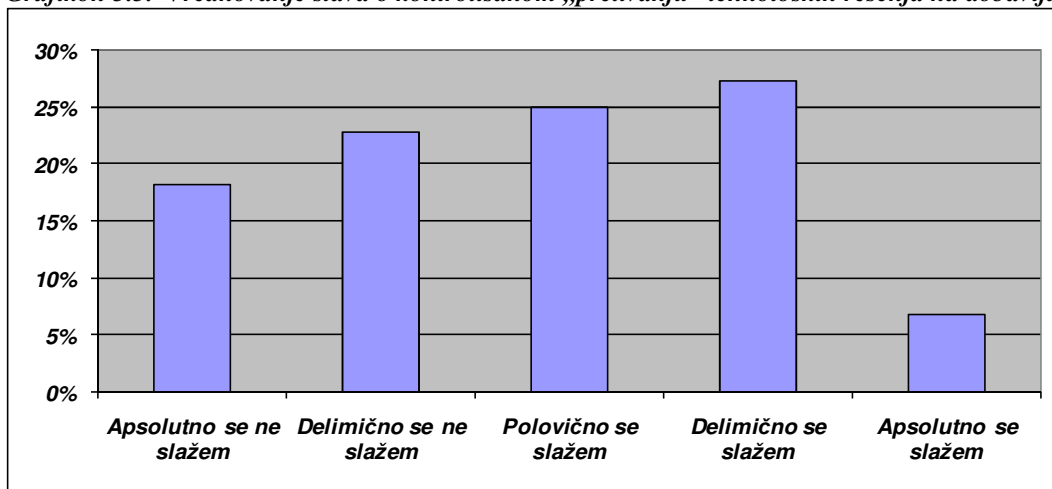
Izvor: Sprovedena anketa

Rezultati sprovedene ankete pokazuju da se preko 45% stranih investitora apsolutno ili delimično slaže sa stavom da su kompanije koje su preuzeli imale nisku tehnološku osnovu zbog čega su bila neophodna ulaganja u njihovu tehnološko unapređenje. Sa druge strane 27% ispitanika se u određenom stepenu ne slaže sa ovim stavom smatrajući da je tehnološka osnova preuzetih kompanija bila na zadovoljavajućem nivou. Podaci ukazuju da je jedan broj preuzetih kompanija već posedovao tehnološka rešenja koja omogućavaju nastavak uspešnog poslovanja, a da je uzrok njihovog nižeg nivoa konkurentnosti bio pre svega u neposjedovanju nematerijalnih resursa (poslovna kultura, sistem menadžmenta,

reputacija i sl.). Takođe, nastanak globalne ekonomske krize je odložio značajne investicije u tehnološka rešenja i doprineo da strani investitori nastave sa eksploatacijom zatečene tehnologije.

U narednoj fazi strani investitori su vrednovali stavove o uticaju preuzimanja na „prelivanje“ tehnoloških rešenja. Prvi stav koji se vrednovao odnosi se na „kontrolisano prelivanje“ putem poslovnog odnosa sa dobavljačima. Grafikonom 5.5. prikazani su rezultati vrednovanja stava „*Lokalni dobavljači nisu posedovali tehnološka rešenja koja su bila neophodna za podizanje konkurentnosti preuzete kompanije zbog čega smo sa dobavljačima kroz partnerski odnos morali da radimo na unapređenju njihove tehnološke osnove*“.

**Grafikon 5.5. Vrednovanje stava o kontrolisanom „prelivanju“ tehnoloških rešenja na dobavljače**



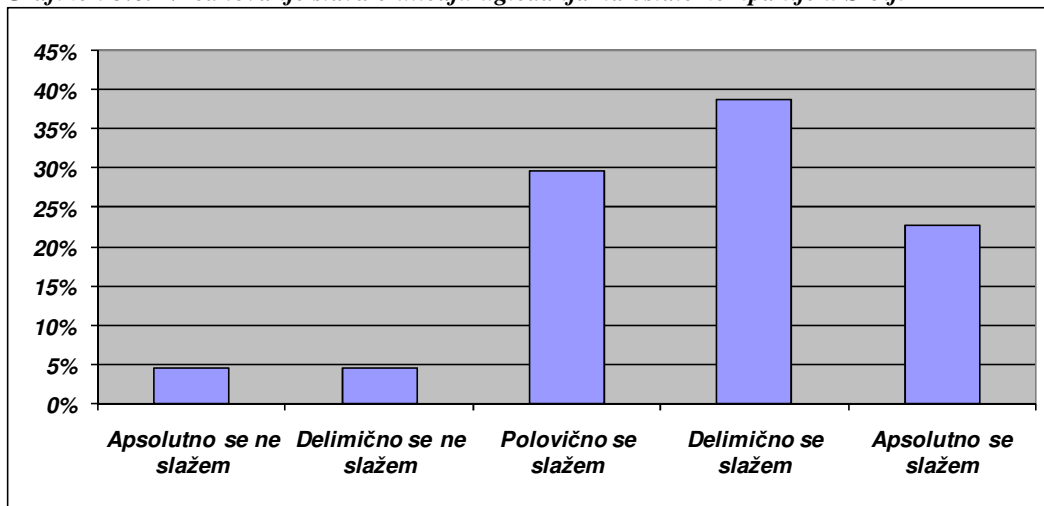
**Izvor:** Sprovedena anketa

Dobijeni rezultati pokazuju da se 32% stranih investitora apsolutno ili delimično slaže sa stavom da su putem partnerskog odnosa doprineli podizanju tehnološke osnove lokalnih dobavljača. Nasuprot tome 41% stranih investitora se delimično ili u potpunosti ne slaže sa ovim stavom. Kontaktiranjem kompanija koje su izrazile neslaganje sa navedenim stavom dobijeno je objašnjenje da jedan broj kompanija nema potrebe da ulazi u strateške poslovne odnose sa dobavljačima (sektor transporta), da se nakon preuzimanja jedan broj kompanija okrenuo ka dobavljačima u inostranstvu i konačno da su uspešne domaće kompanije koje su bile predmet preuzimanja imale saradnju sa konkurentnim domaćim dobavljačima. Na osnovu iznetog se može zaključiti da su efekti „prelivanja“ tehnoloških rešenja u slučaju



međunarodnih preuzimanja u Srbiji ograničenog dometa. Na kraju ovog dela ankete strani investitori su vrednovali svoj doprinos podizanju tehnološke osnove celokupne ekonomije na osnovu ugledanja ostalih kompanija. Grafikonom 5.6. prikazani su rezultati vrednovanja stava „podizanjem tehnološke osnove preuzete kompanije stvorili smo uslove da se putem ugledanja podigne tehnološka osnova i ostalih kompanija u Srbiji“.

**Grafikon 5.6. Vrednovanje stava o uticaju ugledanja na ostale kompanije u Srbiji**



Izvor: Sprovedena anketa

Podaci sa grafikona 5.6. ukazuju da skoro dve trećine ispitanih stranih investitora smatra da su svojim poslovanjem doprineli „prelivanju putem ugledanja“ tehnoloških rešenja na ostale kompanije u Srbiji. Nasuprot njima, svega 9% ispitanika se apsolutno ili delimično ne slaže sa ovim stavom. Rezultati su u skladu sa očekivanjima budući da strani investitori često postavljaju standarde poslovanja koje domaće kompanije nastoje da dostignu. Konačno ne bi trebalo smetnuti sa uma da je ovo subjektivno ocenjivanje sopstvenog doprinosa prosperitetu celokupne ekonomije.

Rezultati dobijeni anketom su u narednoj fazi „ukršteni“ sa podacima dobijenim tokom izrade studija slučaja. Studije slučaja su, uz uvažavanje specifičnosti svakog pojedinačnog procesa preuzimanja, u velikoj meri potvrdile rezultate ankete.

---

### **Studija slučaja 1: Fabrika bakarnih cevi, Majdanpek**

Nakon preuzimanja strani investitor je nastavio da koristi zatečene proizvodne kapacitete još neko vreme. Zamena proizvodnih pogona je vršena postepeno, a uporedo je vršeno dodavanje novih proizvodnih linija, a sve sa ciljem širenja proizvodnog programa i sticanja neophodnih sertifikata za izvoz. Nakon osam godina od preuzimanja tehnološka osnova preuzete kompanije je značajno

unapređena, ali su u upotrebi i dalje pojedini delovi zatečenih proizvodnih kapaciteta. Nova tehnološka rešenja su dovela do rasta proizvodnje uz smanjenje broja proizvodnih radnika za oko trećinu. Tehnološka rešenja su takva da proizvodni radnici rade u tri smene, zbog čega je efikasnost dobavljača od presudnog značaja. Usled nemogućnosti da prethodni dominantni lokalni dobavljač, RTB Bor, odgovori na nove poslovne zahteve, kompanija je uspostavila saradnju sa dobavljačima iz inostranstva. Na ovaj način saradnja sa lokalnim dobavljačima je svedena na minimum, usled čega su izostali efekti „prelivanja“ na lokalne kompanije. S obzirom na specifičnost proizvodnog programa i usmerenost na inostrana tržišta kompanija svoj doprinos „prelivanju“ tehnologije putem ugledanja na lokalne kompanije relativno nisko vrednuje.

---

### ***Studija slučaja 2: FOD ATB, Bor***

Kompanija FOD Bor je preuzeta na samom početku globalne ekonomske krize. Vreme preuzimanja se odrazilo i na nivo ulaganja stranog investitora u nova tehnološka rešenja. Već zadovoljavajući nivo tehnološke opremljenosti kompanije je u međuvremenu neznatno unapređen. Strani investitor je investirao u manje proširenje proizvodnih kapaciteta i neznatnu zamenu postojeće opreme. Uloga stranog investitora je bila nezamenljiva u transferu nematerijalnih tehnoloških rešenja. Naime, strani investitor je transferisao sheme za proizvodnju novih proizvoda i usluga i doprineo razvoju unapređenih rešenja na ovoj osnovi. Takođe, uz asistiranje matične kompanije FOD ATB je aplicirao i stekao veći broj tehničkih sertifikata neophodnih za plasman proizvoda u inostranstvo. Matična kompanija je zauzela stav da se kao dobavljači mogu angažovati samo vodeće domaće kompanije i filijale stranih kompanija u Srbiji. Na ovaj način nije bilo potrebe da se putem strateških odnosa vrši transfer tehnoloških rešenja na dobavljače. Kompanija nastoji da minimizira efekte ugledanja jer jedan broj lokalnih konkurenata nastoji da zloupotrebi intelektualnu svojinu, sheme za nove proizvode, preuzimanjem zaposlenih koji rade na poslovima istraživanja i razvoja.

---

### ***3. Usklađivanje korporativnih kultura i unapređenje sistema menadžmenta***

Današnji poslovni ambijent se odlikuje ubrzanom globalizacijom i liberalizacijom međunarodnih ekonomskih odnosa čime su nastale pretpostavke za primenu globalnih poslovnih strategija. Kulturne razlike i dalje odolevaju ovim tendencijama i često predstavljaju najbitniji, a ponekad i jedini faktor koji onemogućava apsolutnu standardizaciju poslovne prakse u globalnim razmerama.<sup>433</sup> O pojmu kulture ne postoje slaganja u teoriji, a definicije se razlikuju u zavisnosti od autora i aspekta posmatranja. Jedna od često citiranih definicija je da kultura predstavlja način života, sistem vrednosti i normi koje deli grupa ljudi.<sup>434</sup> U prethodnom periodu istraživači su pokušavali da utvrde vezu koja postoji između poslovnih performansi i kulturne pripadnosti. Posebno interesovanje je pokazano za istraživanje uticaja kulturnih razlika na performanse međunarodnih preuzimanja. Rezultati brojnih empirijskih istraživanja nisu konzistentni. Sa

---

<sup>433</sup> Usunier Claude Jean, 2000, *Marketing Across Cultures*, Prentice Hall Europe, str. 3

<sup>434</sup> Hill W.L.Charles , 2011, *International business*, McGraw Hill, str. 89

jedne strane su istraživači koji tvrde da veća kulturna distanca između investitora i preuzete kompanije doprinosi većim “sukobima” u okviru kompanije, što će proizvesti dodatne troškove i na taj način umanjiti performanse.<sup>435</sup> Nasuprot ovome je stav da veće kulturne razlike pozitivno utiču na matičnu kompaniju na taj način što šire bazu potencijalno dobre prakse koja se zatim može transferisati i ka drugim filijalama. Ova dva pristupa nisu prilikom istraživanja uzimala u obzir nivo stepena integracije nakon preuzimanja kao determinantu koja će odrediti uticaj kulturnih razlika na performanse preuzimanja. Jedno novije istraživanje je utvrdilo da će kulturne razlike negativno uticati na performanse preuzimanja u slučaju kada se u postakvizicionom periodu sprovodi visok stepen integracije sa matičnom kompanijom, dok će veća samostalnost filijale doprineti manjem negativnom uticaju kulturnih razlika.<sup>436</sup> Identifikovanje kulturnih raznolikosti, potencijalnih efekata na performanse preuzimanja i kreiranje strategije upravljanja se nameću kao imperativ menadžmenta.

Specifičnost kulturnog ambijenta u tranzicionim zemljama predstavlja faktor koji dodatno doprinosi kompleksnosti procesa preuzimanja u ovim zemljama. Naime, kulturni ambijent je institucionalno kreiran u prethodnim decenijama, a sve u cilju podržavanja dominantnog društveno – ekonomskog sistema. Stoga su mnoge dominantne vrednosti nacionalne kulture duboko prožimale korporativne kulture na nivou preduzeća. Institucionalno nametani kulturni obrasci su destimulisali preduzetništvo, inovativnost i eksperimentisanje, koji su neophodni za poslovanje u tržišnim uslovima.

Osnovni problem kod državnih preduzeća je model korporativne kulture “bez vlasnika”, sa čestim promenama menadžmenta, konfliktnim i ciljevima koji nisu tržišni, što je dovelo do individualne pasivizacije i izbegavanja odgovornosti.<sup>437</sup> Objašnjenje za ovakvo ponašanje menadžmenta se može naći u izuzetno izraženoj distanci moći u ovim kulturama. U socijalizmu su se rukovodioci doživljavali kao nadređeni koji poseduju rešenje za probleme kompanije. U tom smislu se uspostavljala visoka distanca moći između

---

<sup>435</sup> Brock David, Multinational Acquisition Integration: The Role of National Culture in Creating Synergies, *International Business Review*, Vol. 14, No. 3, 2005, str. 269 - 288

<sup>436</sup> Slangen Arjen, National Culture Distance and Initial Foreign Acquisition Performance: The Moderating Effect of Integration, *Journal of World Business*, Vol. 41, No. 2, 2006, str. 161 - 170

<sup>437</sup> Cunha Rita, Cooper Cary, Does Privatization Affect Corporate Culture and Employee Well Being, *Journal of Managerial Psychology*, Vol. 17, No. 1, 2002, str. 21 - 49

rukovodstva i zaposlenih. Kao posledica toga menadžment je “na dole” slao izvršna naređenja, dok su “na gore” išle informacije o stepenu izvršenja. Menadžeri i zaposleni našli su se u „začaranom krugu“. Menadžment je odbijao da uključi zaposlene u proces deljenja informacija i odlučivanja, plašeći se da će se to protumačiti kao njihova nekompetentnost, dok sa druge strane zaposleni nisu bili spremni da šalju neophodne informacije “na gore” smatrajući da se to od njih i ne zahteva.<sup>438</sup> Tako je menadžment ostajao uskraćen za operativne informacije, dok su niži nivoi ostajali uskraćeni za informacije o poslovnoj strategiji.

Od kompanija u socijalističkom sistemu se očekivalo da obezbede punu uposlenost kapaciteta i ostvare ili prebace planove koje su dobijali od strane centralnih organa. Ovim putem se ostvarivala masovna proizvodnja standardizovanih proizvoda koji nisu uvažavali potrebe potrošača. Fokusiranje menadžmenta na ostvarenje planskih zadataka i ignorisanje potreba potrošača imalo je za posledicu pasivizaciju menadžmenta i nespremnost da se preuzme inicijativa i rizik.<sup>439</sup> Menadžment je nastojao da ostvari efikasnost operacija ne brinući o njihovoj efektivnosti. Promene u okruženju su postojeći kulturni koncept učinile neodgovarajućim, a većina menadžera nije imala dovoljno znanja i želje da se prilagodi promenama. Neuspehi koji su sledili su se na bazi kolektivističke kulture pripisivali svima, odnosno nikome, što je kod menadžera stvaralo privid da nemaju odgovornost za neuspehe.

Tranzicija kao proces se uglavnom zasnivala na makroekonomskim elementima i razvoju institucija, dok se zapostavljao razvoj vrednosnih stavova koji su neophodni da podrže tržišni sistem poslovanja. Kompanije će u izmenjenom poslovnom ambijentu moći da opstanu samo ukoliko poseduju kapacitete da asporbuju nova znanja, što u velikoj meri zavisi od toga koliko su stare procedure duboko inkorporirane u samu kompaniju. Sa tog aspekta posmatrano, jedan od osnovnih post akvizicijskih ciljeva je transferisanje nedostajućih resursa, materijalnih i nematerijalnih, i promena zatečene korporativne

---

<sup>438</sup> Napier Nancy, Thomas David, 2004, *Managing Relationship in Transition Economies*, Praeger Publishers, str. 79

<sup>439</sup> Meyer Klaus, Lieb Doczy Enese, Post Acquisition Restructuring as Evolutionary Process, *Journal of Management Studies*, Vol. 40, No. 2, 2003, str. 459 - 482

kulture. Ovaj proces se odvija u tri faze: 1. „raskid sa prošlošću“ 2. eksploatacija 3. razvoj i inovativnost.<sup>440</sup>

„Faza raskid sa prošlošću“ je inicijalna faza restrukturiranja preuzetih kompanija. Cilj ove faze je da zaposlene u kompaniji suoči sa istinom da postojeće procedure i način poslovanja nisu primenljivi u novim okolnostima. Snaga usvojenih procedura negativno utiče na svesnost zaposlenih da je neophodno napraviti diskontinuitet sa prethodnim načinom poslovanja. Postojeći menadžment u najvećem broju slučajeva ne poseduje iskustvo neophodno za poslovanje u novim uslovima, preduzetnički duh i viziju, zbog čega je neophodno angažovanje menadžmenta izvan kompanije. U najvećem broju slučajeva to su ekspatrijate putem kojih se transferiše znanje o poslovanju u tržišnim uslovima. Kako bi što pre napravile otklone od postojećeg modela poslovanja i stvorile pretpostavke za usvajanje nove korporativne kulture, kompanije u ovoj fazi primenjuju autoritativni stil menadžmenta. Ovaj stil menadžmenta se u praksi pokazao efikasnim u „rasturanju“ usvojenih modela ponašanja.

„Faza eksploatacije“ predstavlja međufazu u restrukturiranju preuzetih kompanija u tranzicionim zemljama. U ovoj fazi se kombinuje „autoritativni“ i „demokratski“ menadžment stil. U delovima kompanije u kojima još postoje otpori restrukturiranju se i dalje primenjuje „autoritativni“ menadžment stil, dok delovi kompanije koji su pokazali zainteresovanost za usvajanje nove korporativne kulture mogu da računaju na „demokratski“ stil menadžmenta. Tokom ove faze je od krucijalne važnosti da se preuzeta kompanija učini sposobnom da eksploatiše znanja koja prenosi strani investitor putem obuke i ekspatrijata.

Konačno, u poslednjoj fazi restrukturiranja cilj je osposobiti preuzetu kompaniju da inovira i istražuje. Eksploatacija poslovnog iskustva iz inostranstva nije garant za kreiranje dugoročne konkurentске prednosti u ambijentu koji se značajno razlikuje od onog u razvijenim tržišnim ekonomijama. Kompanija mora kreirati poslovna rešenja za izazove u uslovima tranzicionih ekonomija. Menadžment stil mora biti više „demokratski“ orijentisan kako bi se zaposleni stimulisali da aktivno učestvuju u kreiranju novih poslovnih rešenja. U

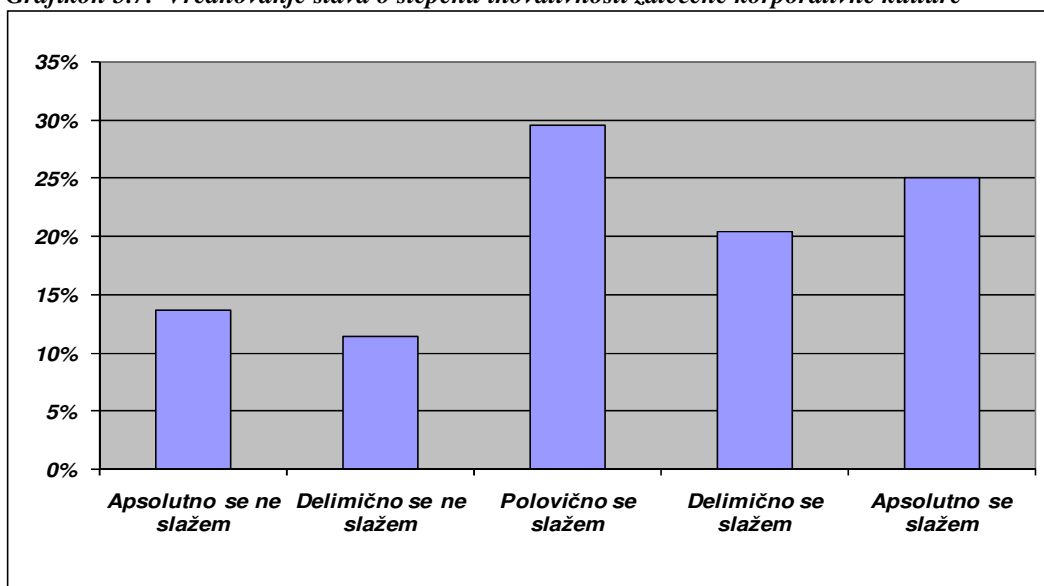
---

<sup>440</sup> Dixon Sarah, Klaus Meyer, Day Marc, Stages of organizational Transformation in Transition Economies: A Dynamic Capabilities Approach, *Journal of Management Studies*, Vol 47, No. 3, 2010, str. 416 - 436

ovoj fazi je neophodno biti veoma oprezan sa koncipiranjem stimulativnih mera, budući da mere stimulisanja daju različite rezultate u zavisnosti od nacionalne kulture.<sup>441</sup>

Kao što je izloženo u prethodnom delu rada, socijalističko društveno uređenje je negovalo i razvijalo kulturne obrasce koji bi podržali centralnoplanski sistem poslovanja. Institucionalno kreirani kulturni obrasci nisu bili u skladu sa proklamovanim prelaskom na tržišni sistem poslovanja, po čemu se Srbija nije razlikovala. U slučaju Srbije je ovaj problem još izraženiji jer su društvena i državna preduzeća imala dominantnu ulogu u ekonomiji čitavu deceniju duže nego kod ostalih tranzicionih zemalja. U okviru ovog poglavlja strani investitori su ocenjivali tip korporativne kulture i sistema menadžmenta koji je zatečen u preuzetim kompanijama. Grafikonom 5.7. prikazani su rezultati vrednovanja stava „Zatečena korporativna kultura u preuzetoj kompaniji nije podsticala inovativnost kod zaposlenih, zbog čega je bila neophodna njena promena“.

**Grafikon 5.7. Vrednovanje stava o stepenu inovativnosti zatečene korporativne kulture**



Izvor: Sprovedena anketa

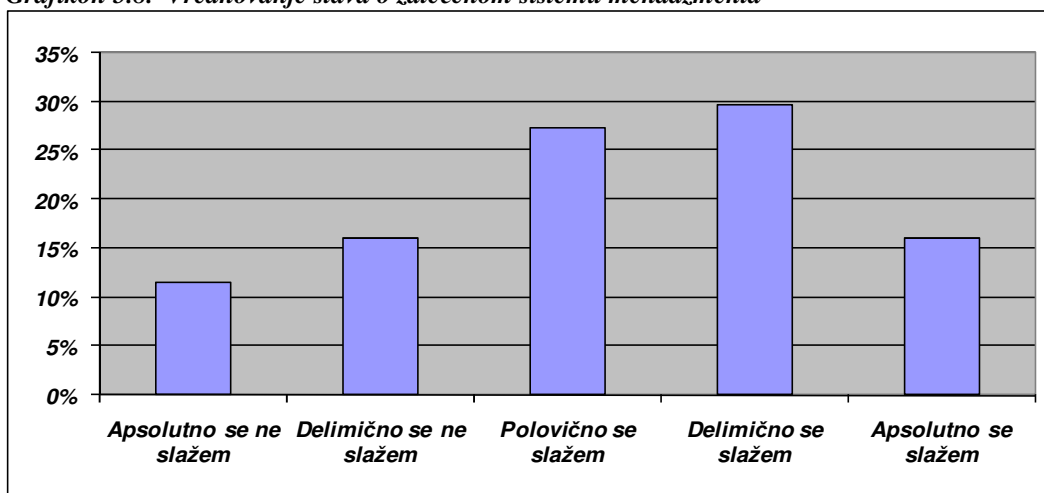
Rezultati sprovedene ankete pokazuju da se 45% ispitanih stranih investitora u potpunosti ili delimično slaže da zatečena korporativna kultura nije podsticala inovativnost zaposlenih zbog čega je bilo neophodno raditi na njenoj promeni. Nasuprot ove grupe

<sup>441</sup> Fey Carl, Opening the Black Box of Motivation: A Cross Cultural Comparison of Sweden and Russia, *International Business Review*, Vol. 14, No. 3, 2005, str. 345 - 367

nalazi se 25% ispitanika koji su izrazili apsolutno ili delimično neslaganje sa ovim stavom. Neslaganje sa ovim stavom su uglavnom izrazili strani investitori koji su učestvovali u komercijalnom tipu preuzimanja. Takođe je primetno da je najveći broj preduzeća pre privatizacije negovao korporativnu kulturu koja nije podsticala inovativnost zaposlenih.

U narednoj iteraciji strani investitori su se izjašnjavali o sistemu menadžmenta koji je dominirao u kompanijama pre preuzimanja. Investitori su vrednovali sledeći stav: „*Sistem menadžmenta koji je postojao pre preuzimanja nije jasno definisao odgovornost pojedinaca usled čega je bila neophodna njegova promena*“, a rezultati su prikazani grafikonom 5.8.

**Grafikon 5.8. Vrednovanje stava o zatečenom sistemu menadžmenta**



Izvor: Sprovedena anketa

Na osnovu grafikona 5.8. se može zaključiti da 45% stranih investitora u potpunosti ili delimično podržava stav da zatečeni sistem menadžmenta nije jasno definisao odgovornost pojedinaca. Nasuprot ovom stavu se nalazi 27% ispitanika koji se u potpunosti ili delimično ne slažu sa iznesenim stavom. Rezultati ankete podržavaju prethodno iznet teorijski stav da sistem menadžmenta u kompanijama u tranzicionim zemljama, pod uticajem socijalističke istorije, često ne definiše jasno odgovornost.

Isto kao u prethodnom delu rezultati dobijeni anketiranjem su upoređivani sa informacijama dobijenim primenom studija slučaja. Zaključci izvedeni primenom studija slučaja u velikoj meri korespondiraju rezultatima dobijenim primenom ankete.

### ***Studija slučaja 1: Fabrika bakarnih cevi, Majdanpek***

*Zatečena korporativna kultura u Fabrici bakarnih cevi nije podsticala inovativnost zaposlenih. Naime, sistem nagrađivanja nije zavisio od učinaka već od različitih birokratskih normi. Novi sistem korporativne kulture promovise inovativnost kod zaposlenih. Sistem nagrađivanja se sastoji od fiksnog dela koji se prati na osnovu broja radnih sati, elektronska kontrola dolaska i odlaska sa posla, i varijabilnog dela koji se utvrđuje na osnovu učinka. Neispunjavanje normi može da dovede do negativnog varijabilnog dela, dok pozitivan varijabilni deo može da iznosi do 20% mesečne zarade. Uspostavljen je direktni kanal komunikacije između zaposlenih i top menadžmenta. Svi zaposleni imaju mogućnost da iznesu predloge o potencijalnom podizanju efikasnosti poslovanja putem formalno uspostavljenog kanala, a zaposleni se dodatno finansijski stimulišu u slučaju da predlog doprinosi podizanju produktivnosti ili novim izvorima prihoda. Međutim, veoma mali broj zaposlenih je upoznat sa vizijom, misijom i strategijskim ciljevima kompanije. Nepoznavanje strategijskih ciljeva negativno utiče na spremnost zaposlenih da aktivno participiraju u kreiranju poslovne strategije.*

---

### ***Studija slučaja 2: FOD ATB, Bor***

*Nakon preuzimanja strani investitor je napravio novu organizacionu strukturu, primenjujući funkcionalni pristup. Nova organizaciona struktura je doprinela da se uspostavi jasna veza između izvršioca i učinaka. Za sva radna mesta postoje jasno definisane norme. U slučaju prebacivanja sledi nagrađivanje, odnosno kažnjavanje ukoliko se norme ne ispune. Norme poslovanja direktno uspostavlja matična kompanija, zaobilazeći top menadžment u preuzetoj kompaniji. Najveći uticaj na zaradu imaju ostvareni rezultati kod direktnih prodavaca. Njihove zarade se sastoje od minimalnog fiksnog dela i varijabilnog dela koji zavisi od vrednosti zaključenog posla, rokova plaćanja i naplate potraživanja u prethodnom periodu. Operativni radnici imaju formalni kanal da kontaktiraju nadređene u cilju predlaganja inovativnih rešenja. Predlozi inovacije se zatim izlažu na sastanku funkcionalnih menadžera koji se održava dva puta u toku nedelje. U zavisnosti od prihvatanja ili neprihvatanja inovacije zaposleni se nagrađuju. Matična kompanija insistira na inovativnosti koju nagrađuje, ali je istovremeno veoma rigorozna u slučaju učinaka ispod uspostavljenih ciljeva. Prekidanje radnog odnosa i angažovanje novih zaposlenih je veoma fleksibilno i često se primenjuje u praksi.*

---

## ***4. Uticaj na unapređenje efektivnosti i efikasnosti ljudskih resursa***

Proces preuzimanja u tranzicionim zemljama bremenit je rizicima i neizvesnošću. Rizici i neizvesnost proističu iz nestabilnog poslovnog ambijenta i nasleđenih strukturnih problema iz vremena socijalizma. Jedan od tih problema se odnosi na neadekvatnu starosnu, kadrovsku i obrazovnu strukturu zaposlenih, usled čega je upravljanje ljudskim resursima u procesu preuzimanja izuzetno kompleksno i od krucijalne važnosti za uspeh procesa preuzimanja. Većina kompanija u tranzicionim privredama, čak i onim u privatnom vlasništvu, se odlikuje brojem zaposlenih koji premašuje tržišne potrebe. Pored toga, radna snaga uglavnom ne poseduje veštine neophodne za tržišno poslovanje kompanije. Stoga se



proces preuzimanja u tranzicionim ekonomijama dovodi u vezu sa neophodnom racionalizacijom radne snage, razvijanjem neophodnih veština kod zaposlenih i angažovanje novih kadrova sa nedostajućim veštinama.<sup>442</sup> Da bi ljudski resursi nakon preuzimanja doprineli stvaranju vrednosti, neophodno je da upravljanje njima otpočne već u predakvizicionoj fazi.

U fazi izrade *Due Diligence* neophodno je identifikovati postojeće ljudske resurse, broj i strukturu, i utvrditi koja su unapređenja neophodna da bi ljudski kapital doprineo realizaciji sinergije. Uloga menadžera za ljudske resurse je u ovoj fazi od ključnog značaja. Od raspoložive radne snage je neophodno identifikovati potencijalne viškove, kako bi se ostvarile neophodne uštede. Redukcija radne snage je mera koja u kratkom roku dovodi do redukcije troškova. Ipak, sa ovom merom bi trebalo biti veoma oprezan jer je moguće da se na ovaj način izazove odliv kvalitetnih kadrova.<sup>443</sup> Da bi se to izbeglo, neophodno je odmah nakon preuzimanja pristupiti pažljivoj komunikaciji sa zaposlenima kako bi se sprečilo širenje „glasina“ i neizvesnost, što može dovesti do nepredvidivog odliva kadrova.<sup>444</sup> Identifikovanje ljudskih resursa u predakvizicionoj fazi nije neophodno samo zbog racionalizacije radne snage već ono predstavlja i osnovu za dalji rad na unapređenju ljudskog kapitala.

Ukoliko je u pitanju dobrovoljno preuzimanje, a sa potencijalnom metom postoje već uspostavljeni poslovni odnosi, poželjno je početi sa obukom kadrova i pre nego što je došlo do formalnog preuzimanja. Na ovaj način se vrše uštede u vremenu, usled preklapanja faza, a istovremeno šalje jasna poruka zaposlenima da nakon preuzimanja nije moguće da se posluje na isti način.<sup>445</sup> Ključno za početak obuke zaposlenih je da se identifikuju zaposleni koji poseduju potencijale da ispune standarde neophodne u novom sistemu poslovanja. Ovo se naročito odnosi na menadžment koji je u socijalističkom sistemu bio usmeren na

---

<sup>442</sup> Santalainen Timo, Leimman Jaak, Straddling for Market Space: Transforming Estonian State Owned Enterprises Toward a Free Market Orientation, *International Business & Economics Research Journal*, Vol. 2, No. 9, 2003, str. 75 - 89

<sup>443</sup> Krishnana Hema, Hitt Michael, Park Daewoo, Acquisitions Premiums, Subsequent Workforce Reduction and Post Acquisitions Performance, *Journal of Management Studies*, Vol. 44, No. 5, July 2007, str. 709 - 732

<sup>444</sup> Scweiger David, Csizar Ernst, Napier Nancy, Implementing International Mergers and Acquisitions, *Human Resources Planning*, Vol. 16, No. 1, 2002, str. 53 - 70

<sup>445</sup> Obloy Krzysztof, Thomas Howard, Transforming Former State Owned Companies into Market Competitors in Poland: The ABB Experience, *European Management Journal*, Vol. 16, No. 4, 1998, str. 390 - 399

zadovoljenje tehničkih standarda, zanemarujući marketinšku funkciju. Ako imamo u vidu da nedostajuće veštine uglavnom čini implicitno znanje i da je u pitanju specifičan institucionalni i kulturni ambijent, onda je jasno da „kopiranje“ obuke koja se primenjuje u razvijenim zemljama neće dati adekvatne rezultate. Neophodno je da obuka bude osmišljena tako da doprinese unapređenju efikasnosti i efektivnosti radne snage uz uvažavanje specifičnosti okruženja. Prenošnje znanja za zaposlene ima tri specifična nivoa: 1. tehnički nivo 2. sistemski nivo 3. strategijski nivo.<sup>446</sup>

Preuzimanja u tranzicionim privredama često podrazumevaju intenzivno investiranje u nove tehnologije kako bi se unapredila tehnološka osnova. Međutim, zaposleni nemaju iskustvo u radu sa novim tehnološkim rešenjima, zbog čega je neophodna njihova obuka. Ovaj tip obuke je najjednostavniji jer se uglavnom odnosi na transfer eksplicitnog znanja. Tehnička obuka je usmerena kako na zaposlene u proizvodnji tako i na administraciju i menadžment. Sistemski nivo prenošenja znanja se odnosi na usvajanje novih procedura i integrativno posmatranje procesa. Ovaj nivo obuke se uglavnom odnosi na menadžment, ali može obuhvatiti i deo zaposlenih u proizvodnji i administraciji, i podrazumeva usklađivanje poslovnih funkcija i procesa. U pitanju je kombinacija eksplicitnog i implicitnog znanja, zbog čega je njegov transfer kompleksniji u odnosu na prvi nivo. Konačno, strategijski nivo prenošenja znanja podrazumeva promenu sazajne osnove na bazi koje menadžment vodi kompaniju.<sup>447</sup> Izuzev razumevanja tehnološkog procesa i procedura, od menadžmenta se sada zahteva da razvije preduzetnički pristup poslovanju i spremnost da se prihvati rizik u tržišnim uslovima. U pitanju nije eksplicitno znanje, zbog čega je njegov transfer vremenski intenzivan i pored formalnih obuka podrazumeva i učenje kroz praksu.

Jedan od osnovnih problema prilikom preuzimanja je i taj što zatečeni ljudski potencijali i pored dodatne obuke ne mogu da odgovore poslovnim zahtevima. Tranzicione zemlje sa jedne strane imaju obilje radne snage, a sa druge strane manjak kadrova sa

---

<sup>446</sup> Meyer E. Klaus, Management Challenges in Privatization Acquisitions in Transition Economies, *Journal of World Business*, Vol. 37, No. 4, 2002, str. 266 - 276

<sup>447</sup> Isto

specifičnim znanjima.<sup>448</sup> Stoga su inostrani investitori primorani da angažuju radnu snagu izvan preuzetog preduzeća. Troškovi angažovanja ovih kadrova su često visoki, a ponekad ih nije moguće ni angažovati, naročito ako je investitor kasni sledbenik na tržištu, zbog čega strani investitori angažuju ekspatrijate i preduzimaju mere na razvoju mladih kadrova. Angažovanje ekspatrijata je skopčano sa visokim troškovima i rizicima, usled čega je neophodno da se njihova upotreba pažljivo razmotri. Osnovni cilj ekspatrijate bi trebalo da bude „seljenje“ matičnog sistema poslovanja u preuzetu kompaniju. U praksi je ostvarenje ovog cilja otežano različitim kulturnim i institucionalnim ambijentom zbog čega ekspatrijata mora da poseduje kroskulturne sposobnosti. Pored toga, ekspatrijate bi trebalo da doprinesu i prelivanju znanja strategijskog nivoa na domaće zaposlene. Ukoliko postoje kulturološka „trvenja“, prelivanje znanja od ekspatrijata ka domaćem menadžmentu će izostati. Konačno, dugoročno opredeljene kompanije uspostavljaju saradnju sa univerzitetima kreirajući bazu iz koje je moguće regrutovati najbolje mlade kadrove omogućavajući im i pre formalnog završetka studija sticanje praktičnih znanja. Angažovanje mladih kadrova se često sprovodi kroz primenu strategije „pronalaženja školovanih povratnika“. Na ovaj način se pronalaze mladi ljudi iz zemlje domaćina koji su u inostranstvu stekli kvalitetno formalno obrazovanje, a bliski su sa obe kulture.<sup>449</sup> Strategija može da predupredi kulturološke sukobe i doprinese transferu poslovnih znanja na efektivniji način nego u slučaju ekspatrijata koji nisu bliski sa nacionalnom kulturom.

Teorijska razmatranja u prethodnom delu teksta su pokazala da zaposleni u tranzicionim ekonomijama, naročito na početku procesa tranzicije, ne poseduju neophodna znanja za poslovanje na tržišnim principima. U okviru ovog dela rada vršena je analiza stavova stranih investitora o znanjima koja su posedovali zaposleni u preuzetim kompanijama. Kao i u prethodnim delovima, istraživanje je obuhvatalo anketiranje stranih investitora i dve studije slučaja. Investitori su se izjašnjavali o nivou obučenosti zaposlenih i merama koje su preduzete nakon preuzimanja kako bi se podigla efikasnost ljudskih resursa. Grafikonom 5.9. prikazani su rezultati vrednovanja stava: „*Ljudski resursi u*

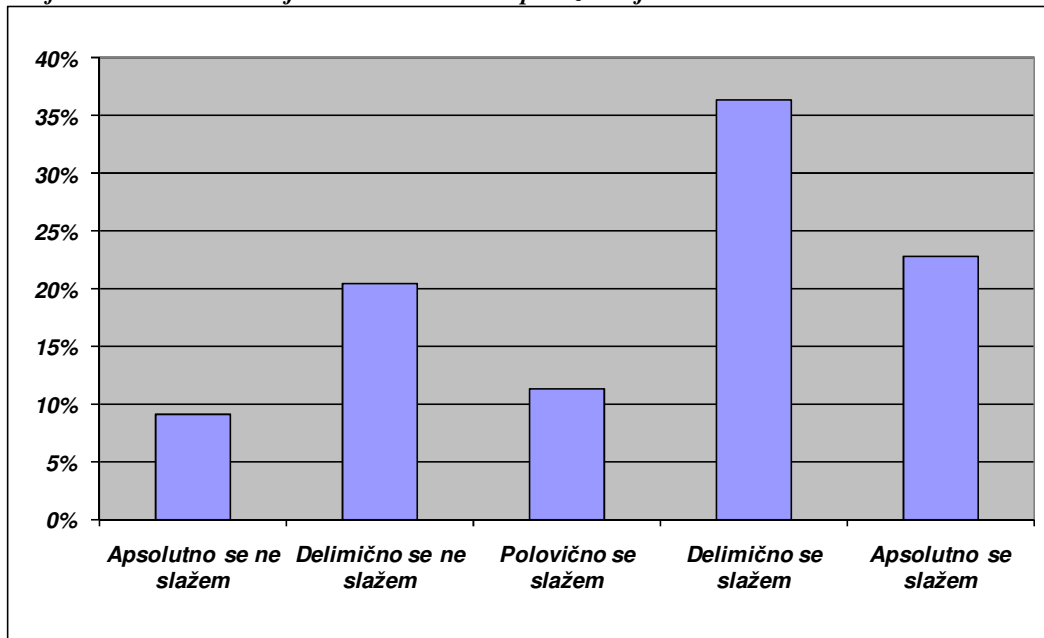
---

<sup>448</sup> Sheksnia Stanislav, Western Multinationals' Human Resource Practices in Russia, *European Management Journal*, Vol. 16, No. 4, 1998, str. 460 - 465

<sup>449</sup> Rakita Branko, 2006, *Međunarodni biznis i menadžment*, Ekonomski fakultet Beograd, str. 500

preuzetoj kompaniji nisu posedovali neophodna znanja usled čega smo investirali sredstva u njihovu obuku“.

Grafikon 5.9. Vrednovanje stava o obučenosti preuzetih ljudskih resursa

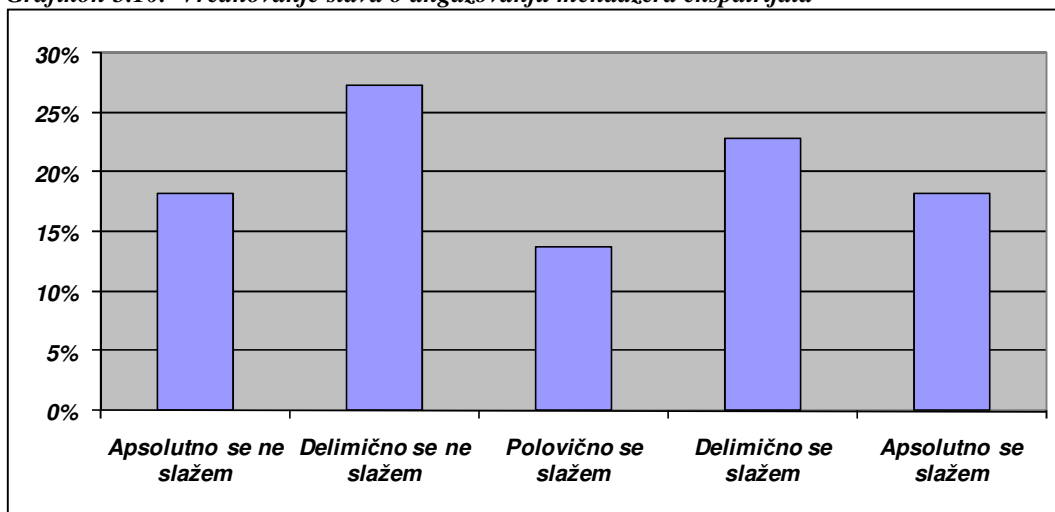


Izvor: Sprovedena anketa

Podaci sa grafikona 5.9. pokazuju da se 59% stranih investitora apsolutno ili delimično slaže sa stavom da preuzeti ljudski resursi nisu posedovali adekvatna znanja zbog čega su bile neophodne investicije u obuku zaposlenih. Sa druge strane, svega 29% kompanija se u potpunosti ili delimično ne slaže sa ovom tvrdnjom, smatrajući da su zatečeni ljudski resursi posedovali kvalitet da odgovore na poslovne zadatke nakon preuzimanja. Ovakav raspored odgovora je u skladu sa iznetom tvrdnjom da strani investitori u najvećem broju slučajeva po preuzimanju ulažu u zaposlene kako bi podigli njihovu produktivnost.

U narednoj fazi se putem ankete istraživao odnos stranih investitora prema angažovanju menadžera ekspatrijata u cilju transfera znanja ka lokalnim menadžerima. Grafikonom 5.10. prikazani su rezultati vrednovanja stava: „Menadžment u preuzetoj kompaniji nije posedovao odgovarajuća znanja zbog čega smo morali da angažujemo menadžere „ekspatrijate“ koji bi omogućili transfer znanja ka lokalnom menadžmentu“.

**Grafikon 5.10. Vrednovanje stava o angažovanju menadžera ekspatrijata**



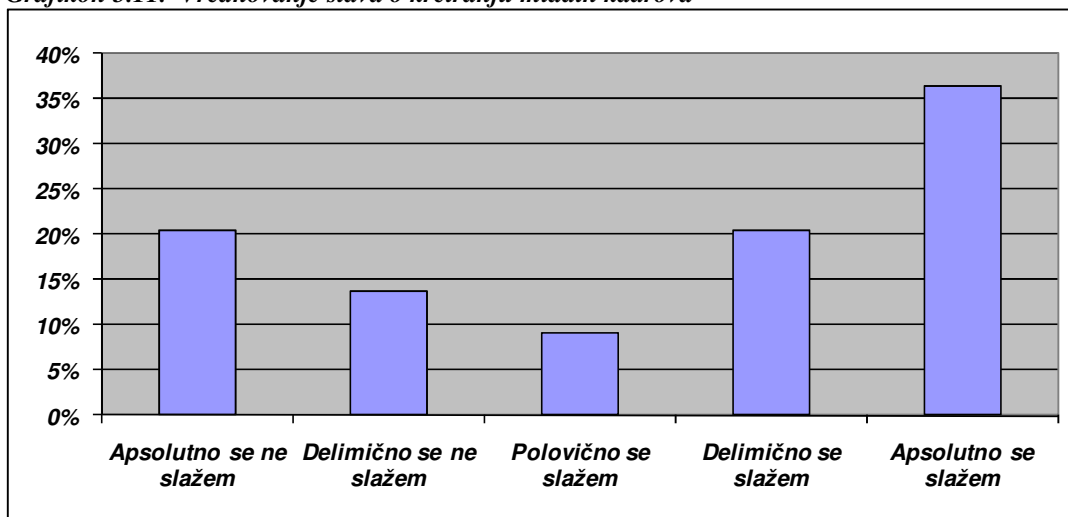
Izvor: Sprovedena anketa

Najznačajniji rezultat koji je dobijen anketom je da su stavovi o angažovanju menadžera ekspatrijata polarizovani. Približno 41% ispitanika se apsolutno ili delimično slaže, dok se 44% ne slaže sa stavom da je u preuzetim kompanijama bilo neophodno angažovanje menadžera ekspatrijata. Ovi odgovori su u skladu sa teorijskim objašnjenjima. Naime, angažovanje menadžera ekspatrijata je veoma efikasan način transfera menadžerskih znanja sa matične na preuzetu kompaniju, ali je takođe skopčano sa velikim rizicima i troškovima. Po kontaktiranju kompanija koje su negativno vrednovale iznesen stav najveći broj njih je potvrdio ovo teorijsko objašnjenje, dok je manji broj njih naveo da je angažovanje eksternih lokalnih menadžera efektivnije rešenje usled poznavanja lokalnog ambijenta.

Na kraju ovog dela ankete vršeno je ispitivanje stranih investitora o preduzetim merama u cilju razvoja mladih kadrova. Grafikon 5.11. prikazuje rezultate vrednovanja stava: „U okviru preuzete kompanije se poklanja velika pažnja kreiranju **mladih** kadrova (saradnja sa univerzitetima, stipendiranje učenika i studenata, „pronalaženje školovanih povratnika“<sup>450</sup>...)“

<sup>450</sup> Studenti iz Srbije koji se školuju na nekom od fakulteta u matičnoj zemlji stranog investitora, a koji imaju želju da se nakon školovanja vrate u Srbiju.

Grafikon 5.11. Vrednovanje stava o kreiranju mladih kadrova



Izvor: Sprovedena anketa

Rezultati ankete su pokazali snažnu opredeljenost stranih investitora da rade na generisanju mladih kadrova. Preko 56% anketiranih stranih investitora je u potpunosti ili delimično podržalo tvrdnju da su po preuzimanju preduzete aktivnosti u cilju kreiranja mladih kadrova. Sa druge strane, 32% ispitanih kompanija je izrazilo delimično ili potpuno neslaganje sa ovim stavom. Rezultati su ohrabrujući jer je istraživanje pokazalo da strani investitori nakon preuzimanja stipendiraju đake i studente i saraduju sa obrazovnim institucijama u cilju sticanja najperspektivnijih mladih kadrova, što se pokazalo izuzetno uspešnim u inostranstvu.

Detaljnou analizom kompanija "Fabrike bakarnih cevi" i "FOD ATB" rezultati dobijeni anketiranjem su podvrgnuti dodatnim proverama. Informacije na bazi dubinskog intervjua su u značajnoj meri potvrdile rezultate ankete.

### Studija slučaja 1: Fabrika bakarnih cevi, Majdanpek

Po preuzimanju FBC strani investitor je izvršio testiranje proizvodnih radnika. Proizvodni radnici koji nisu mogli da zadovolje minimalne norme su morali da napuste radna mesta. Obuka novo primljenih radnika je obavezna i vrši se u krugu fabrike. Nakon dva meseca polažu testove, a radnicima koji ne zadovolje standarde se ne produžava ugovor. Prilikom kupovine specifične opreme se jedan broj radnika šalje na obuku u pogone dobavljača. Radnici koji su na obuci kod dobavljača imaju zadatak da ovladaju korišćenjem novom opremom ali i da stečena znanja transferišu ka ostalim zaposlenima. Novi vlasnik značajno investira u obuku menadžmenta. Menadžment periodično pohađa specijalizovane kurseve i seminare, a naručuje se i stručna literatura. Strani investitor se u velikoj meri oslanja na usluge menadžera ekspatrijata. Vodeće

*funkcije u kompaniji zauzimaju kadrovi iz Rusije, ali se postepeno uključuje i lokalni menadžment. Veoma je interesantno da strani investitor pored iskusnih ekspatrijata angažuje i mlade kadrove iz Rusije, koji na taj način stiču iskustvo u vođenju međunarodnih poslovnih aktivnosti. Kompanija do sada nije imala saradnju sa univerzitetima i srednjim školama. Nedostatak školovanih kadrova iz oblasti ekonomije primorao je menadžment da počne pripreme za realizaciju projekta stipendiranja i primanja na praksu jednog broja studenata sa ekonomskih fakulteta.*

---

### ***Studija slučaja 2: FOD ATB, Bor***

*U slučaju kompanije FOD nije bilo direktnog angažovanja menadžera ekspatrijata na konstantnom nivou. Generalni direktor kompanije ATB Sever iz Subotice, preko koje je ATB privatizovao FOD, je iz Austrije i povremeno posećuje kompaniju FOD, dok je upravljanje kompanijom na dnevnom nivou prepušteno lokalnom menadžmentu. Obuka zaposlenih u ovladavanju novim proizvodima i uslugama se vrši u okviru ATB Sever. Obuka novo primljenih kadrova se vrši u sopstvenim pogonima. Iskusni radnici i poslovođe imaju zadatak da novo zaposlene radnike obuče za rad na opremi i upoznaju sa pravima i obavezama zaposlenih. Prilikom kupovine nove opreme zaposleni se obučavaju za njeno korišćenje u pogonima dobavljača. Zaposleni koji su prošli obuku kod dobavljača nakon toga prenose stečena znanja na ostale zaposlene. Nije bilo posebnih obuka za menadžment izuzev naručivanja stručne literature. Strani investitor nije poklanjao posebnu pažnju razvoju mladih kadrova tako da nije postojala saradnja sa univerzitetima i srednjim školama.*

---

## **5. Unapređenje sistema korporativnog upravljanja**

Veliki finansijski skandali koji su potresli svet poslednjih nekoliko godina su pažnju velikog broja istraživača usmerila na sistem korporativnog upravljanja. Potreba za izučavanjem korporativnog upravljanja nastala je razdvajanjem vlasničke i upravljačke funkcije što je dovelo do agencijskog problema odnosno troškova koje on izaziva. Stoga se korporativno upravljanje može definisati kao skup kontrolnih mehanizama koje pojedine kompanije usvajaju da bi sprečile ili odvratile menadžment od aktivnosti koje za cilj imaju ostvarenje sopstvenih interesa, a na štetu vlasnika i ostalih stejkholdera.<sup>451</sup> Dugo se verovalo da sistem korporativnog upravljanja ima za cilj da štiti samo interese vlasnika i kreditora, ali je vremenom prevladao stav da bi ovim putem trebalo da budu zaštićeni interesi svih stejkholdera. Korporativno upravljanje generiše određene troškove zbog čega se njegova implementacija može smatrati efikasnom samo u slučaju da su troškovi korporativnog upravljanja niži od agencijskih troškova.

Na aktuelnost korporativnog upravljanja ukazuju brojni finansijski skandali koji su u prethodnoj deceniji pogodili globalne korporacije. Po negativnim efektima koje su izazvali

---

<sup>451</sup> Larcker David, Tayan Brian, 2011, *Corporate Governance Matters: A Closer Look at Organizational Choices and Their Consequences*, Pearson Education, str. 9

izdvajaju se skandali vezani za *Enron*, *World Com*, *Parmalat* i konačno *Lehman Brothers* koji je predstavljao “okidač” za globalnu ekonomsku krizu. Navedeni skandali su učinili da regulatori i profesionalna udruženja ulože dodatne napore u cilju unapređenja korporativnog upravljanja. Napori su bili fokusirani na dva domena: unapređenje regulative i internih procedura.

Zakonska rešenja su za cilj imala unapređenje regulativnog sistema koji će umanjiti mogućnost zloupotreba po osnovu sukoba interesa i uspostavljanje jasnih procedura koje bi trebalo poštovati. Najpoznatiji među ovim zakonskim rešenjima je *Sarbanes Oxley Act* (SOA) koji je usvojen u SAD nakon finansijskog skandala u vezi sa *Enron* i *Arthur Andersen*. Neke od mera kojima se sprečava sukob interesa su zabrana revizorskim kompanijama da istom klijentu pružaju usluge revizije i finansijskog savetovanja, zabrana investicionim bankama da pružaju istom klijentu brokerske i usluge investicionog bankarstva i sl. Ovim zakonskim rešenjem se od finansijskog i izvršnog direktora zahteva da garantuju svojim potpisom istinitost objavljenih finansijskih izveštaja, a predviđeno je oduzimanje naknada i bonusa ukoliko se ispostavi da objavljeni finansijski izveštaji značajno odstupaju od realnog stanja.<sup>452</sup>

Poseban značaj imaju preporuke koje je izdao OECD za primenu korporativnog upravljanja. Ove preporuke, nastale 2004. godine, inspirisane su velikim korporativnim aferama, a usmerene su ne samo ka članicama nego i ostalima zemljama. U preporukama se posebno ističe potreba zaštite malih akcionara kako bi se očuvalo poverenje na berzama, i potreba involviranja ostalih stejkholdera, prvenstveno zaposlenih, u rad upravnih odbora.<sup>453</sup>

Nametanje regulative ne daje rezultate ukoliko se istovremeno ne čine napori unutar kompanija da se postigne zadovoljavajući nivo korporativnog upravljanja. Uvođenje internih procedura se nametnulo kao imperativ jer su nakon finansijskih skandala investitori postali oprezniji, vrednujući više kompanije čiji se sistem korporativnog upravljanja zasniva na transparentnosti. Prema jednom istraživanju *McKinsey* u različitim svetskim regionima broj investitora koji su spremni da premijumski plate za dobro vođene kompanije

---

<sup>452</sup> Gaughan Patrick, 2007, *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring*, Wiley & Sons, str. 481

<sup>453</sup> OECD, 2004, *OECD Principles of Corporate Governance*, str. 15 i 16



iznosi od 73% do 78%.<sup>454</sup> Navedeni rezultati pokazuju veoma visok procenat investitora koju su spremni da podnesu dodatne troškove kako bi predupredili rizike usled lošeg korporativnog upravljanja. Interne mere su usmerene na davanje veće odgovornosti bordu direktora po pitanju definisanja korporativne strategije i nivoa prihvaćenog rizika, kao i obezbeđivanje efikasnog i ažuriranog sistema izveštavanja. Pored toga, bord direktora ima i funkciju nadgledanja procesa upravljanja rizikom i sistema kompenzacija, kao i njihove kompatibilnosti sa dugoročnim ciljevima.<sup>455</sup>

Promovisanje odgovornosti borda direktora i autonomije u odnosu na menadžment ipak nisu bili apsolutno prihvaćeni u korporativnom svetu i pored negativnih iskustva usled globalne ekonomske krize. Istraživanje sprovedeno u aprilu 2008. godine, u kome je učestvovalo 1,597 kompanija, pokazalo je da u 44% kompanija bord direktora samo vrši reviziju i potvrđuje predloge korporativne strategije koju sastavlja izvršni direktor.<sup>456</sup> Ovaj podatak pokazuje da skoro u polovini anketiranih kompanija bord direktora ima pasivnu ulogu u odnosu na menadžment. Pasivan stav borda direktora otvara prostor da izvršni direktori manipulišu ostvarenim rezultatima, bilo nerealnim prikazivanjem ostvarenih rezultata bilo investiranjem u isuviše rizične projekte, što predstavlja osnovu za obračun bonusa i nadoknada za menadžment. Sistem nagrađivanja menadžmenta trebalo bi da se zasniva na stvorenoj vrednosti, što je u praksi teško ostvariti između ostalog i zbog asimetričnosti informacija. O ozbiljnosti ovog problema govori podatak da su tokom 2008. godine investicione banke na *Wall Street* isplatile zaposlenima bonuse u vrednosti preko 18 milijardi USD, istovremeno ostvarivši gubitke od 11 milijardi USD.<sup>457</sup> Pokazalo se da sistem nagrađivanja nije adekvatan jer je bio „neelastičan na dole“, tako da su menadžeri ostvarivali visoke nadoknade i nakon loših rezultata.

Ovaj problem je u praksi prepoznat mnogo pre nego što je globalna ekonomska kriza eskalirala. Naime, često citirano empirijsko istraživanje na ovu temu je utvrdilo koje su

---

<sup>454</sup> McKinsey, 2002, *Global Investor Opinion Survey*, str. 3

<sup>455</sup> Vuksanović Iva, Kuč Vukašin, 2011, Kako unaprediti efektivnost korporativnog upravljanja: Iskustvo iz krize, u (editori) Janjićijević Nebojša, Lovreta Stipe, *Novi metodi menadžmenta i marketinga u podizanju konkurentnosti srpske privrede*, Ekonomski fakultet Beograd, Naučno društvo ekonomista Srbije, Ekonomski fakultet u Subotici, str. 150

<sup>456</sup> McKinsey, 2011, *Governance Since the Economic Crises*, str. 3

<sup>457</sup> Crotty James, Structural Causes of the Global Financial Crises: A Critical Assessment of the „New Financial Architecture“, *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 33, No. 2, 2009, str. 563 - 580

neophodne karakteristike borda direktora da bi naknade menadžmentu bile usklađene sa ostvarenim rezultatima. Po ovom istraživanju troškovi kompenzacije rastu brže od ostvarenih rezultata ukoliko:<sup>458</sup> 1. izvršni direktor je član borda direktora 2. bord direktora ima veći broj članova 3. spoljni članovi su posredno povezani sa izvršnim direktorima (familijarne veze, bivši zaposleni i sl.) ili ih on postavlja 4. članovi borda direktora se biraju na principu uzajamnosti (zaposleni jedne kompanije su članovi borda direktora druge i obratno) 6. članovi borda direktora su stariji i obavljaju istu funkciju u većem broju kompanija.

Navedeni principi korporativnog upravljanja su opšteg karaktera, a njihova efikasnost zavisi od ambijenta u kome su primenjuju. Na efikasnost sistema korporativnog upravljanja će uticati veći broj faktora od kojih se posebno ističu:<sup>459</sup> 1. efikasnost finansijskog tržišta 2. zakonska regulativa u vezi sa zaštitom akcionara 3. usvojeni standardi finansijskog izveštavanja 4. primena regulative 5. društvene i kulturne vrednosti. Uticaj ovih faktora može biti veoma izražen zbog čega nije moguće jednostavno „preslikati“ pozitivnu praksu koja postoji u nekom drugom ambijentu. To treba naročito imati u vidu kada se posmatra korporativno upravljanje u tranzicionim privredama, koje celokupan privredni sistem usklađuju sa načelima tržišne ekonomije. Jedna od osnovnih karakteristika tranzicionih zemalja je da se državni i društveni kapital „prelio“ ka manjem broju „insajdera“, čak i u državama u kojima se privatizacija sprovodila putem podele akcija zaposlenima. Koncentracija vlasništva je usled niskog stepena odvajanja vlasničke i menadžerske funkcije rešila neke ali istovremeno kreirala druge probleme korporativnog upravljanja. Usled dominantne koncentracije vlasništva, finansijska tržišta su nerazvijena pa kod kompanija kod kojih nije izvršena koncentracija ne funkcioniše „strah od preuzimanja“ kao mehanizam rešavanja agencijskog problema. Zakonska zaštita akcionara je relativno nerazvijena, a to se naročito odnosi na male akcionare. Usled koncentracije vlasništva mali akcionari su često prepušteni samovolji većinskih akcionara (obaranje cena akcija,

---

<sup>458</sup> Core John, Holthausen Robert, Larcker David, Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation and Firm Performance, *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, No. 3, 1999, str. 371 - 406

<sup>459</sup> Larcker David, Tayan Brian, 2011, *Corporate Governance Matters: A Closer Look at Organizational Choices and Their Consequences*, Pearson Education, str. 23

prelivanja sredstava ka kompanijama u kojima su većinski vlasnici 100% vlasnici i sl).<sup>460</sup> Sistemi finansijskog izveštavanja u tranzicionim zemljama su se na početku tranzicije značajno razlikovali od onih u razvijenim zemljama, a uloga revizora je bila čisto simbolična. Poslednjih nekoliko godina većina zemalja je usvojila međunarodne standarde finansijskog izveštavanja (*IFRS*), a revizija finansijskih izveštaja sve više dobija suštinski, a ne formalni značaj. Izuzev regulative koja se odnosi na korporativno upravljanje, veoma je bitna i efikasnost njene primene. Sa tog aspekta posmatrano veoma je značajna i brzina kojom se sudskim putem izvršavaju ugovorne obaveze. Ovi podaci su veoma zabrinjavajući kada je u pitanju Srbija. Po *Doing Business* publikaciji izvršenje ugovora sudskim putem u Srbiji je 2011. godine trajalo 635 dana.<sup>461</sup> Statičan sudski sistem u velikoj meri čini neefikasnim interne i eksterne mere korporativnog upravljanja. U Srbiji afere u kojima mali akcionari tvrde da su oštećeni posle višegodišnjih suđenja nisu dobile sudski epilog.<sup>462</sup> Konačno društveni i kulturni kontekst u velikoj meri određuje sistem korporativnog upravljanja. Kao karakteristika tranzicionih zemalja izdvaja se visok stepen korupcije, koji nije samo posledica institucionalnog ambijenta, nego usvojenih socijalnih i kulturnih normi. Implementiranje sistema korporativne kulture zavisi od dominantnih vrednosnih sistema u društvu, a ukoliko se korupcija smatra „nužnim zlom“ onda će implementacija biti značajno otežana. Ipak, unapređenje institucionalnog ambijenta, uz delovanje na svest građana, može učiniti sistem korporativnog upravljanja efikasnijim. Posebno značajno za sistem korporativnog upravljanja je priliv SDI. Naime, strani investitori vrše pritisak na državne organe da unaprede regulativu i njenu primenu, podstiču razvoj finansijskih tržišta i promovisanjem novog sistema korporativnog upravljanja utiču na ostale kompanije da prihvate pozitivnu praksu.

Primarno istraživanje je pokazalo da su strani investitori značajno unapredili sistem korporativnog upravljanja u preuzetim kompanijama. Strani investitori su u okviru ovog dela istraživanja vrednovali stavove koji se odnose na ulogu borda direktora nakon

---

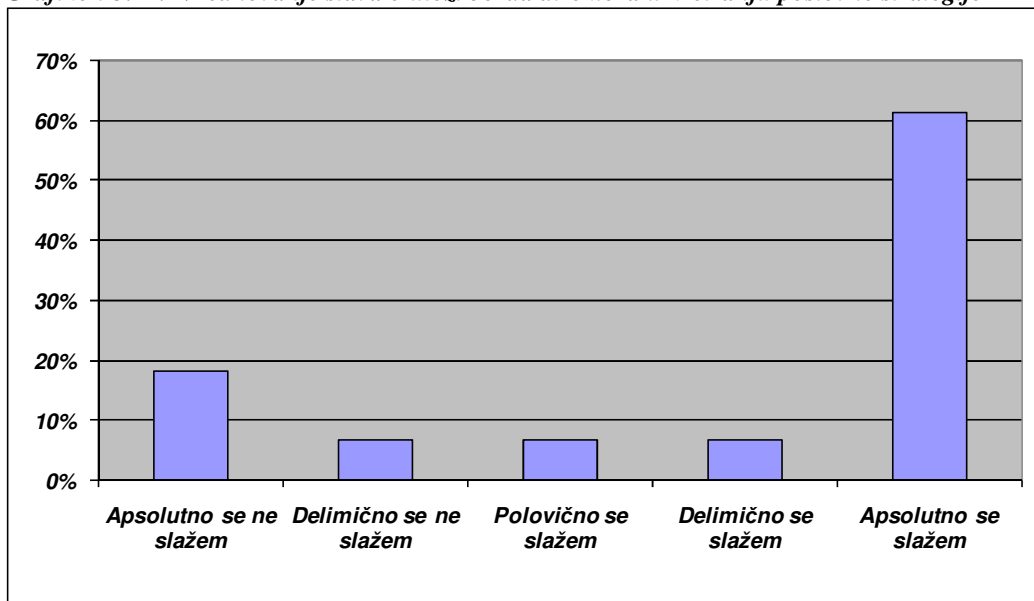
<sup>460</sup> Berglof Erik, Pajuste Anete, What do Firms Disclose and Why? Enforcing Corporate Governance and Transparency in Central and Eastern Europe, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 21, No. 2, 2005, str. 178 - 197

<sup>461</sup> <http://www.doingbusiness.org/custom-query#hReportpreview>

<sup>462</sup> C Market, Luka Beograd, Soko Štark i sl.

preuzimanja i sastav borda direktora. Grafikonom 5.12. su prikazani rezultati vrednovanja stava: *“Nakon preuzimanja formiran je bord direktora koji zajedno sa menadžmentom aktivno učestvuje u kreiranju poslovne strategije”*.

**Grafikon 5.12. Vrednovanje stava o ulozi borda direktora u kreiranju poslovne strategije**



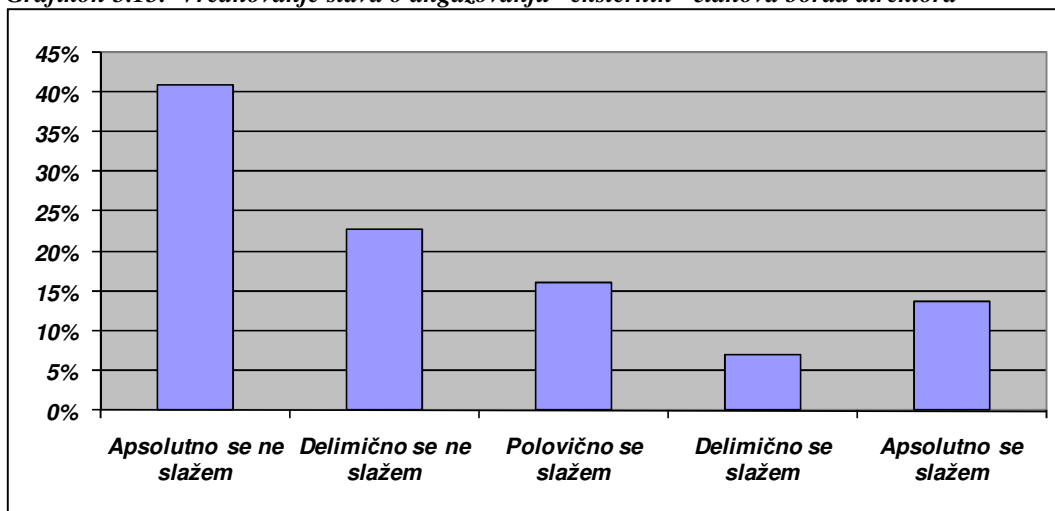
Izvor: Sprovedena anketa

Podaci sa grafikona 5.12. pokazuju da se preko 2/3 anketiranih stranih investitora u potpunosti ili delimično slaže da je po preuzimanju formiran bord direktora koji zajednički sa menadžmentom aktivno radi na koncipiranju poslovne strategije. Rezultati ankete govore u prilog stava da su strani investitori prepoznali potrebu aktivne participacije članova borda direktora u kreiranju strategije budući da se na taj način stvaraju pretpostavke za podizanje korporativnog upravljanja na viši nivo.

U narednoj fazi strani investitori su se izjašnjavali o sastavu borda direktora nakon preuzimanja. Ovi stavovi su u anketu uneti kako bi se analiziralo da li strani investitori poštuju teorijske preporuke o sastavu borda direktora u cilju podizanja sistema korporativnog upravljanja. Grafikonom 5.13. prikazani su rezultati vrednovanja stava: *“U okviru borda direktora preuzete kompanije angažovali smo veći broj „eksternih“<sup>463</sup> članova kako bi se obezbedila objektivnost i samostalnost u donošenju odluka”*.

<sup>463</sup> Eksterni članovi upravnog odbora nisu zaposleni u matičnoj ili preuzetoj kompaniji

**Grafikon 5.13. Vrednovanje stava o angažovanju "eksternih" članova borda direktora**



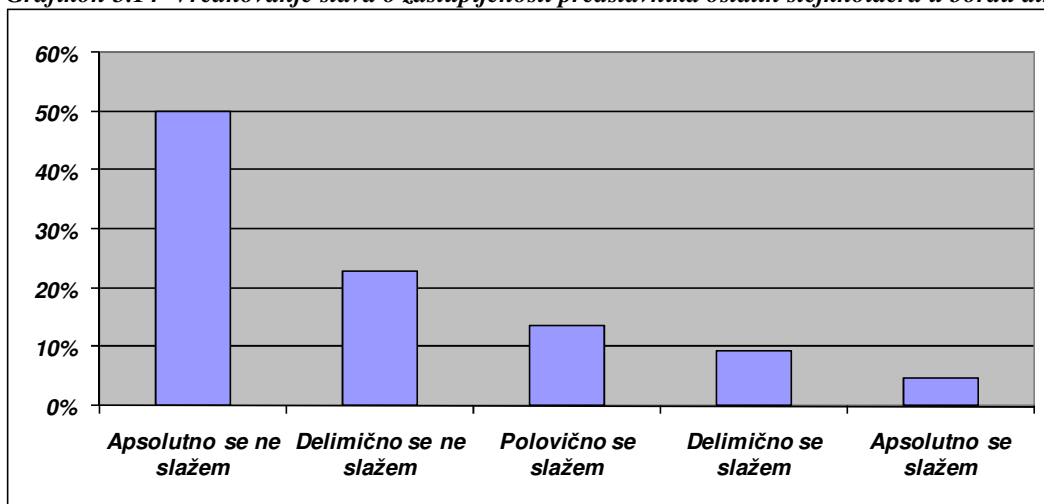
Izvor: Sprovedena anketa

Rezultati sprovedene ankete pokazuju da se približno 2/3 ispitanika ne slaže sa navedenim stavom, odnosno da je svega 21% stranih investitora za članove borda direktora biralo lica koja nisu u direktnom poslovnom odnosu sa matičnom ili preuzetom kompanijom. Kontaktiranjem jednog broja kompanija koje su negativno vrednovalе navedeni stav dobijeno je objašnjene da bord direktora nije ni formiran jer preuzeta kompanija ima status društva ograničene odgovornosti (ne postoji zakonska obaveza za formiranjem borda direktora) ili članove borda direktora dominantno čine generalni direktor i zaposleni u matičnoj kompaniji. Istraživanje je pokazalo da se strani investitori u formiranju borda direktora ne pridržavaju teorijskih postulata koji bi trebalo da obezbede nezavisnost i objektivnost borda direktora.

Konačno, putem ankete vršena je analiza zastupljenost ostalih stejkholdera (izuzev vlasnika) u bordu direktora preuzetih kompanija. Grafikon 5.14. prikazuje rezultate vrednovanja stava "Po preuzimanju kompanije formirali smo bord direktora u kome osim većinskih vlasnika svoje predstavnike imaju i ostali stejkholderi (sindikati, kreditori, lokalna samouprava i sl....)"<sup>464</sup>.

<sup>464</sup> Makar jedan od navedenih ili nekih drugih stejkholdera

Grafikon 5.14 Vrednovanje stava o zastupljenosti predstavnika ostalih stejkholdera u bordu direktora



Izvor: Sprovedena anketa

Rezultati pokazuju da se 73% ispitanih kompanija apsolutno ili delimično ne slaže sa iznesenim stavom. Manje od 15% ispitanika je izrazilo određeni stepen slaganja sa stavom da su za članove borda direktora birali članove koji nisu zastupnici interesa vlasnika. Ispitivanje je ukazalo da strani investitori nakon preuzimanja nisu poštovali teorijske preporuke da bi u cilju veće objektivnosti borda direktora bilo poželjno da bord direktora čine i predstavnici ostalih stejkholdera.

Slično kao i u prethodnim oblastima koje su analizirane, rezultati ankete su dodatno proveravani primenom studije slučaja na dve kompanije. Informacije dobijene studijom slučaja u određenom stepenu odstupaju od rezultata ankete, ali se to objašnjava specifičnošću analiziranih kompanija. Fabrika bakarnih cevi predstavlja otvoreno akcionarsko društvo koje se kotira na Beogradskoj berzi dok je ATB FOD organizovan kao društvo ograničene odgovornosti zbog čega se sistemi korporativnog upravljanja međusobno razlikuju.

### **Studija slučaja 1: Fabrika bakarnih cevi, Majdanpek**

Akcije Fabrike bakarnih cevi iz Majdanpeka se kotiraju na Beogradskoj berzi od 2004. godine, odnosno od trenutka privatizacije. U pitanju je otvoreno akcionarsko društvo zbog čega kompanija primenjuje sve propise koji se odnose na javnost podataka preduzeća koja se kotiraju na berzi. U skladu sa regulativom koja se odnosi na otvorena akcionarska društva, kompanija ima formiran bord direktora. Bord direktora čine tri člana, sva tri iz Rusije, matične zemlje investitora. Jedan od članova borda direktora je generalni direktor kompanije dok su ostala dva člana zaposleni u matičnoj kompaniji. Bord direktora zajedno sa menadžmentom učestvuje u kreiranju strategije čime

*se postiže bolji uvid u poslovanje i lakša kontrola menadžmenta. Kompanija ne poštuje teorijsku preporuku da je sistem korporativnog upravljanja bolji ukoliko njegov član nije generalni direktor i ukoliko se angažuju nezavisni članovi. U prethodnom periodu za članove borda direktora nisu birani predstavnici ostalih stejkholdera. Interesantno je primetiti da su članovi borda direktora državljani matične zemlje investitora.*

---

### **Studija slučaja 2: FOD ATB, Bor**

*ATB FOD funkcioniše u formi društva ograničene odgovornosti, zbog čega formalno ne postoji bord direktora. Budući da je ATB FOD privatizovan preko kompanije ATB Sever u Subotici, ulogu borda direktora vrši generalni direktor ATB Sever. Generalni direktor ATB Sever zajedno sa menadžmentom ATB FOD učestvuje u kreiranju poslovne strategije. Menadžment kompanije se kontroliše na osnovu izveštaja o poslovanju na nedeljnom, mesečnom i godišnjem nivou. Menadžment ATB FOD ima određene limite, iako relativno visoke, u vezi sa plaćanjem i raspolaganjem imovinom. S obzirom na specifičnost kompanije, postojeći sistem korporativnog upravljanja se pokazao efikasnim.*

---

## **6. Afirmisanje etičkih standarda i antikoruptivnog poslovnog ponašanja**

Poslednjih nekoliko decenija poraslo je interesovanje istraživača za etički aspekt poslovanja MNK. Veće interesovanje za ovaj aspekt poslovanja MNK proističe iz rastuće širine i intenziteta njihovih aktivnosti. Na žalost, neetičko poslovanje i korupcionaške afere često su se vezivale za aktivnosti MNK u zemljama u razvoju. Poslednjih godina MNK zajedno sa državnim organima matičnih zemalja ulažu napore kako bi promovisali principe etičkog i antikoruptivnog poslovnog ponašanja. Uzroci i posledice korupcije u međunarodnom biznisu su višestruki i krajnje kompleksni. U nastavku će detaljnije biti analizirane posledice korupcije na poslovne odluke kompanija i nacionalnu ekonomiju, ali i delovanje kompanija u cilju prevazilaženja ovog problema.

U teoriji ne postoji jedinstvena definicija korupcije, a dovoljno široka i često citirana je ona koja korupciju vidi kao odnos koji obuhvata dve strane (davalac i primalac mita) 1. koji će imati uticaj na alokaciju resursa trenutno i/ili u budućnosti 2. podrazumeva korišćenje javne ili zajedničke odgovornosti u privatnu svrhu.<sup>465</sup> Prvi deo definicije ukazuje na to da će koruptivna praksa uticati na netržišno alociranje resursa, čime će se umanjiti njihova efikasnost, dok drugi deo ukazuje na uzrok suboptimalne alokacije resursa.

---

<sup>465</sup> Kwok Chuck, Tadese Solomon, The MNC as an Agent of Change for Host Country Institutions: FDI and Corruption, *Journal of International Business Studies*, Vol. 37. No. 6., 2006, str. 767 - 785

Stavovi o uticaju korupcije na poslovanje kompanija i nacionalnu ekonomiju u teoriji se razlikuju. Iako nijedan autor sa etičkog aspekta ne opravdava korupciju, postoje stavovi koji je posmatraju kao dodatni napor kompanija da podstaknu nedovoljno motivisane državne organe da efikasnije obavljaju svoje poslovanje. Na ovaj način se uz određeno investiranje pomaže državnim institucijama da obezbede tržišnu efikasnost svojih usluga. Ipak, većina autora ne prihvata ovaj stav iz razloga što se korupcija nikada ne zadržava na nivou na kome može da doprinese efikasnosti državnih organa.<sup>466</sup> Stoga je u teoriji preovladao stav da korupcija nema pozitivan doprinos efikasnosti poslovanja i razvoju nacionalnih ekonomija.

Značajan broj empirijskih radova je pokušao da utvrdi vezu koja postoji između priliva investicija i percipirane korupcije izražene indeksom korumpiranosti koji svake godine izdaje organizacija *Transparency International*. Iako je najveći broj istraživanja iz ove oblasti ukazao na postojanje negativne veze između priliva SDI i stepena korumpiranosti u društvu, jedan broj istraživanja nije ustanovio postojanje uzročno posledične veze, dok su neka istraživanja čak ukazala na postojanje pozitivne veze. Ipak, istraživanja koja su utvrdila pozitivnu vezu između priliva SDI i korupcije su se zasnivala na starijim podacima, tokom "hladnog rata", kada su zapadne kompanije investirale u ideološki bliske zemlje, i u slučaju postojanja visokog stepena korupcije. Nakon završetka "hladnog rata" kompanije su otpočele da investiraju dominantno na bazi poslovnih kriterijuma, mnoge zemlje su unapredile efikasnost institucija, a razvio se uticaj nevladinog sektora i međunarodnih institucija. Visok stepen korupcije u društvu će doprineti manjem prilivu SDI, naročito iz zemalja kod kojih nije u značajnoj meri zastupljena ista poslovna praksa.<sup>467</sup>

Koruptivna poslovna praksa u jednom broju zemalja negativno utiče na poslovne performanse filijala MNK kroz dodatne troškove i veći rizik poslovanja. U slučaju neprihvatanja koruptivne prakse filijale MNK se suočavaju sa dodatnim troškovima poslovanja (odugovlačenje procesa, administrativni troškovi i sl.), dok prihvatanje korupcije nosi sa sobom dodatne troškove podmićivanja. Kada kompanije odbijaju

---

<sup>466</sup> Ceurvo Cazura Alvaro, Who Cares about Corruption?, *Journal of International Business Studies*, 2006, Vol. 37. No. 6., str. 807-822

<sup>467</sup> Isto



koruptivnu praksu povećava se verovatnoća da neće doći do sklapanja poslovnih ugovora, da neće biti izvršene obaveze iz već potpisanih ugovora i da može doći do nepredvidivih troškova. Sa druge strane, s obzirom da je korupcija prikriven odnos koji ne podleže institucionalnim garancijama, primena koruptivne prakse nosi sa sobom dodatne rizike. Naime, ovakvo poslovno ponašanje nosi rizik da se dogovorene usluge ne ostvare bez mogućnosti da se sudskim putem traži izvršenje, da dođe do nepredvidivih troškova ukoliko se otkrije koruptivno poslovanje i konačno da dođe do narušavanja globalne reputacije, pri čemu troškovi mogu višestruko da premaše potencijalnu korist. U interesu kompanija koje poseduju izvore konkurentске prednosti je da se poslovni ambijent odlikuje transparentnim odnosima, jer će na taj način moći da materijalizuju svoju konkurentsku prednost.<sup>468</sup>

Posledice korupcije na poslovne odluke kompanija su višestruke, a u literaturi je posebno obrađivan uticaj korupcije na odabir strategije ulaska. Jedno od citiranih empirijskih istraživanja je ukazalo da koruptivno okruženje, koje se dovodi u vezu sa većim rizicima, dovodi do odustajanja MNK od samostalnih investicionih strategija ulaska. Ovo se naročito odnosi na brzorastuća tržišta. Kako bi ipak opsluživale sve značajnija brzorastuća tržišta, mnoge MNK se prilikom svog poslovanja opredeljuju za nematerijalne strategije ulaska ili zajednička ulaganja.<sup>469</sup> Iako je u literaturi posvećena velika pažnja uticaju korupcije na SDI, neznatan broj radova je pokušao da utvrdi vezu koja postoji između korupcije i međunarodnih preuzimanja. Jedno od citiranih istraživanja koje se bavilo ovom tematikom je ukazalo na vezu koja postoji između indeksa korumpiranosti i premija koje se plaćaju kod međunarodnih preuzimanja. Nedvosmisleno je dokazana negativna veza između stepena korupcije i plaćenih premija. Naime, usled dodatnih troškova i neizvesnosti koji nastaju usled korupcije, investitori prilikom utvrđivanja sinergetskih efekata koriste više diskontne faktore, čime se značajno umanjuje cena koju su spremni da plate. Povećanje vrednosti Indeksa korumpiranosti za 1 dovodi do smanjenja

---

<sup>468</sup> Wragé Stephan, Wragé Aleksandra, Multinational Enterprises as «Moral Entrepreneurs » in Global Prohibition Regime Against Corruption, *International Studies Perspectives*, Vol. 6, No. 3, 2005, str. 316 - 324

<sup>469</sup> Henisz Witold, The Institutional Environment for Multinational Investment, *The Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 16, No.2, 2001, str. 334 - 364

plaćenih premija prilikom preuzimanja od 15% do 27%.<sup>470</sup> Iako se može očekivati da će usled boljeg poznavanja lokalnog poslovnog ambijenta domaći investitori kod preuzimanja biti manje pogođeni korupcijom, istraživanje nije utvrdilo značajnija odstupanja.

Značajan uticaj koruptivnog poslovnog okruženja na poslovne performanse nameće kompanijama potrebu da ovom pitanju pristupe strategijski. Odnos prema korupciji se može zasnivati na izbegavanju takvih tržišta ili prilagođavanju poslovnih aktivnosti (pri čemu prilagođavanje ne znači prihvatanje koruptivne prakse). Često kompanije ne mogu sebi da dozvole da izbegavaju brzorastuća tržišta sa visokim stepenom korupcije (npr. BRIK zemlje), zbog čega su prinuđene da prilagođavaju svoje poslovne operacije okruženju. U ekonomskoj teoriji postoje dva pristupa koji objašnjavaju odnos institucija i kompanija, institucionalni i strukturalni. Institucionalni pristup polazi od institucija kao eksternog faktora na koji kompanije ne mogu da utiču, dok strukturalni odnos polazi od mogućeg uticaja kompanije na institucije. Kada je u pitanju korupcija, delovanje MNK na institucije je moguće, ali ipak ograničenog karaktera. Uticaj kompanija na korupciju je trojak: aktivno lobiranje i uslovljavanje, efekat ugledanja i profesionalizacija.<sup>471</sup> Delujući samostalno ili preko interesnih mreža (drugi strani investitori, matična zemlja, domaći i strani partneri i sl.) MNK mogu vršiti pritisak na državne organe da unaprede regulativu i uvećaju njenu efikasnost kada je u pitanju korupcija. U Srbiji MNK na ovaj način deluju preko svog udruženja FIC (Savet stranih investitora). Poslušujući etično, a istovremeno i konkurentno, MNK mogu biti primer kako se na dugi rok isplati izbegavati koruptivno ponašanje. Efektom ugledanja jedan broj domaćih kompanija može napustiti ovu praksu, što će se odraziti na celokupan poslovni ambijent. Takođe, fluktuacija zaposlenih od MNK ka domaćim kompanijama i obratno može doprineti da sve veći broj menadžera bude svestan prednosti etičkog poslovanja. Konačno, svesni prednosti zaposlenja u MNK jedan broj mladih ljudi će se opredeliti za školovanje u inostranstvu. Po povratku u matičnu zemlju doneće sa sobom osim novih znanja i drugačiji odnos prema korupciji. Kao što je već napomenuto, svi ovi efekti su krajnje ograničeni što potvrđuje činjenica da se Kina i

---

<sup>470</sup> Utz Weitzel, Sjorns Berns, Cross – Border Takeovers, Corruption and Related Aspects of Governance, *Journal of International Business Studies*, Vol. 37. No. 6, 2006, str. 786-806

<sup>471</sup> Kwok Chuck, Tadese Solomon, The MNC as an Agent of Change for Host Country Institutions: FDI and Corruption, *Journal of International Business Studies*, Vol. 37, No. 6, 2006, str. 767 - 785

Rusija, uprkos velikom prilivu SDI, konstantno u očima investitora doživljavaju kao visokokoruptivne.

Slična situacija je i u Srbiji, koja se doživljavala kao zemlja sa visokim stepenom korupcije, iako je u prethodnom periodu jedan broj MNK započeo poslovanje u Srbiji. Tabelom 5.1. su prikazane vrednosti indeksa korumpiranosti (od 0 do 10, pri čemu 10 prikazuje zemlju bez percipirane korupcije) i pozicija Srbije na rang listi u periodu od 2006. do 2011. godine.

***Tabela 5.1. Indeksi i rang korumpiranosti u Srbiji u periodu od 2006. do 2011. godine***

	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>	<b>2008</b>	<b>2007</b>	<b>2006</b>
Vrednost indeksa	3.3	3.5	3.5	3.4	3.4	3.0
Rang	86	78	83	85	79	90

*Izvor:* www.transparency.org

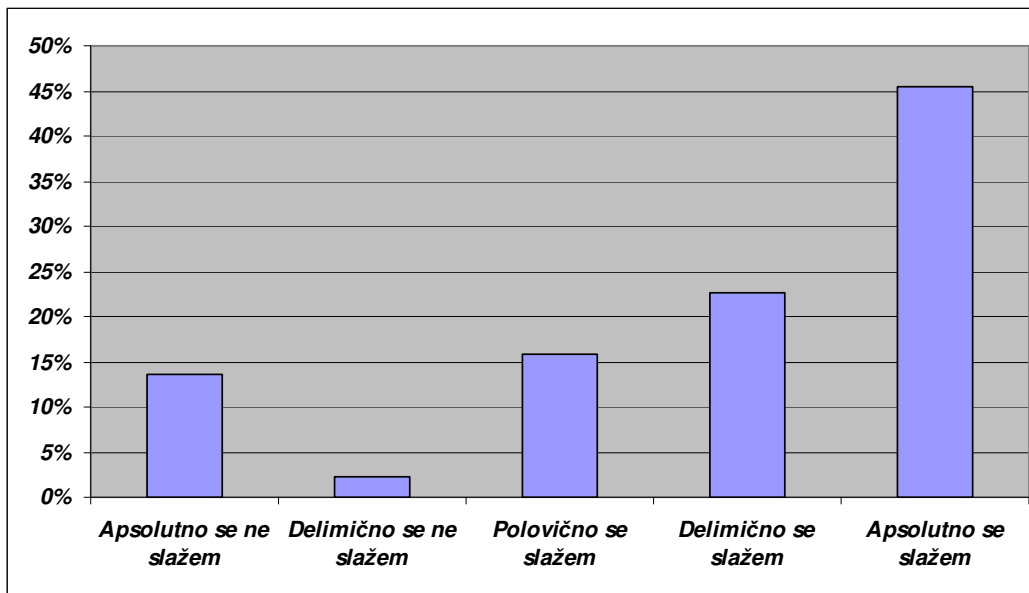
Podaci iz tabele 5.1. ukazuju na relativno visok nivo korupcije u Srbiji. Zabrinjavajuće je što je nakon pozitivnih pomaka ovaj trend zaustavljen. Empirijsko istraživanje u kome su učestvovala kompanije članice FIC je ukazalo da stepen korupcije predstavlja značajan parametar prilikom donošenja odluke o investiranju, kao i da investitori Srbiju doživljavaju kao relativno korumpiranu sredinu, više od proseka u regionu.<sup>472</sup>

S obzirom da strani investitori doživljavaju Srbiju kao poslovni ambijent podložan koruptivnoj praksi, jedan deo analize se odnosi na mere koje strane korporacije preduzimaju nakon preuzimanja sa ciljem promovisanja etičkog i antikoruptivnog poslovnog ponašanja. U okviru ovog dela istraživanja strani investitori su vrednovali stav koji se odnosi na mere promovisanja etičkog i antikoruptivnog ponašanja u okviru kompanije i mere usmerene ka ostalim stejkholderima. Grafikonom 5.15. prikazani su rezultati vrednovanja stava: *“Nakon preuzimanja preduzeli smo aktivnosti kako bi se svi zaposleni upoznali sa etičkim kodeksom naše matične kompanije”*.

---

<sup>472</sup> Gligorić Mirjana, Randelović Saša, Marković Dušan, 2009, Determinants of Foreign Direct Investments – Experience of Serbia, u Aleksandra Prašćević, Božidar Cerović i Momir Jakšić (editors), *Economic Policy and Global Recession*, Vol. 2, Faculty of Economics University of Belgrade, str. 386. i 387

Grafikon 5.15. Vrednovanje stava o promovisanju etičkog kodeksa među zaposlenima u preuzetoj kompaniji

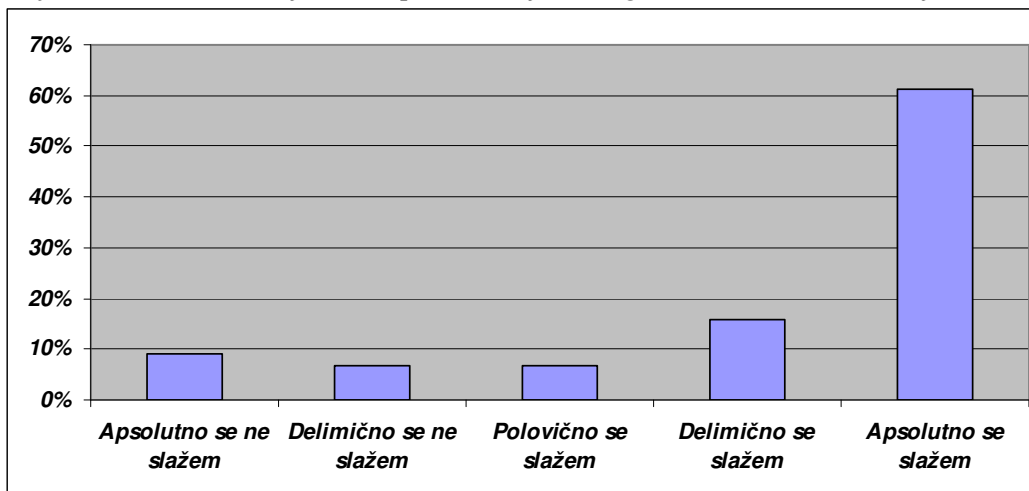


Izvor: Sprovedena anketa

Rezultati ankete pokazuju da se preko 2/3 ispitanih stranih investitora saglasilo u potpunosti ili delimično da je kao osnovna mera promovisanja etičkog i antikoruptivnog modela poslovanja korišćeno upoznavanje zaposlenih sa etičkim kodeksom matične kompanije. Ova mera je podrazumevala pismeno prezentovanje prava i obaveza zaposlenih, obično putem oglasne table ili ličnim uručenjem. Ove mere su se odnosile uglavnom na radne obaveze ali su se odnosile i na odnos prema kupcima, dobavljačima, lokalnoj zajednici, čuvanju poverljivih informacija i sl. Anketa je pokazala da su strani investitori u najvećoj meri usmereni na uspostavljanje etičkog i antikoruptivnog ponašanja među zaposlenima, a u cilju građenja pozitivne reputacije na lokalnom tržištu.

U narednoj iteraciji istraživano je promovisanje etičkog i antikoruptivnog ponašanja među ostalim stejkholderima. Grafikonom 5.16. prikazani su rezultati vrednovanja stava: *“Po preuzimanju kompanije nastojimo da etičko i antikoruptivno poslovno ponašanje afirmišemo među lokalnim stejkholderima (sindikati, republički organi, lokalna samouprava, dobavljači i sl.). “*

Grafikon 5.16. Vrednovanje stava o promovisanju etičkog kodeksa među ostalim stejkholderima



Izvor: Sprovedena anketa

Podaci sa grafikona 5.16. pokazuju da se 77% anketiranih stranih investitora slaže sa stavom da je preduzelo aktivnosti u cilju promovisanja sopstvenog etičkog kodeksa među stejkholderima. Za ovaj potez strani investitori su se opredelili kako bi umanjili troškove i rizik poslovanja u Srbiji. Ovakvom strategijom strani investitori nastoje da deluju aktivno na poslovni ambijent i budu agent promena.

U nastavku istraživanja primenjena je metoda studije slučaja na dve kompanije. Rezultati studija slučaja u potpunosti korespondiraju podacima koji su dobijeni putem ankete. Visok stepen slaganja rezultata ankete i studija slučaja ukazuje na to da strani investitori poklanjaju veliku pažnju etičnom poslovanju i promovisanju etičkih poslovnih odnosa stejkholderima, a u cilju izgradnje pozitivne poslovne reputacije, minimiziranja troškova i rizika poslovanja.

### **Studija slučaja 1: Fabrika bakarnih cevi, Majdanpek**

Strani investitor je po preuzimanju Fabrike bakarnih cevi aktivno radio na promovisanju etičkog ponašanja među zaposlenima. Etički odnos kompanije podrazumeva i izgradnju sigurnog poslovnog ambijenta za zaposlene. Kompanija intenzivno investira u zaštitnu opremu i obuku zaposlenih kako bi se smanjio rizik od povreda na radu. Svi zaposleni su upoznati sa merama prevencije. Ulaganje u tehnologiju i obuka zaposlenih je bila jednim delom motivisana minimiziranjem uticaja na životnu sredinu i rizika od ekoloških incidenata. Zaposleni se pismenim putem upoznaju sa etičkim kodeksom kompanije i etičkim odnosima koji moraju da se poštuju tokom radnog odnosa. Na ovaj način kompanija nastoji da se pozicionira kao etičan član društva i predupredi rizike i troškove koji mogu nastati usled nepoštovanja procedura. Prilikom kontakta sa ostalim stejkholderima (državna i lokalna uprava, dobavljači i kupci) kompanija ih upoznaje sa svojim etičkim načelima (čuvanje

*poslovnih tajni, nekoruptivno ponašanje i sl.). Menadžment kompanije ima instrukcije iz centrale da se strogo pridržava etičkih standarda i da se prekinu odnosi sa poslovnim partnerima za koje se ustanovi da ih ne poštuju.*

---

### ***Studija slučaja 2: FOD ATB, Bor***

*Po preuzimanju kompanije održan je zbor na kome je menadžment upoznao zaposlene sa etičkim standardima stranog investitora. Nakon toga je etički kodeks istaknut na oglasnoj tabli preduzeća i trajno se tamo nalazi. Etičkim kodeksom su definisane radne obaveze, odnos prema kupcima i dobavljačima. Poseban aspekt je poklonjen čuvanju poslovnih informacija i odnosu sa medijima. Menadžment kompanije nema slobodu davanja informacija za medije ukoliko pre toga ne dobije saglasnost matične kompanije. Ovo se čini u cilju sprečavanja pogrešnog interpretiranja i zloupotreba pruženih informacija. Poseban aspekt etičkog kodeksa se odnosi na zaštitu na radu i zaštitu životne sredine. Poštovanje procedura o zaštiti na radu i korišćenje zaštitne opreme su obavezni za sve zaposlene, a zaposleni koji ih se ne pridržavaju mogu se suočiti sa oštrim kaznama. Svojim delovanjem kompanija nastoji da minimizira uticaj na životnu sredinu, a kompanija poseduje ISO 1400 sertifikat. Prilikom odnosa sa lokalnom samoupravom i državnim organima kompanija je izuzetno rigorozna i formalna. Slično kao i u prethodnom slučaju, menadžment ima instrukcije da prekine poslovne odnose sa partnerima za koje se ustanovi da posluju na neetičkoj osnovi.*

---

## ***7. Efekti uvođenja prakse društveno odgovornog ponašanja***

Društveno odgovorno ponašanje<sup>473</sup> kompanija u ekonomskoj teoriji dobija na značaju uporedo sa procesom globalizacije, koji ima mešovite efekte na ljudsko društvo, rastućom snagom MNK, finansijskim skandalima, od kojih su neki bili povod za globalnu ekonomsku krizu, i postepenim degradiranjem globalnog ekosistema. Imajući sve ovo u vidu, ne čudi što se vode oštre teorijske debate o opravdanosti uključivanja kompanija u društveno odgovorne aktivnosti. Pristupi na jednom polu polaze od stava da je uloga kompanija u društvu samo jedna, da kreiraju vrednost za vlasnike, a da su društveno odgovorne aktivnosti u suprotnosti sa ovim ciljem.<sup>474</sup> Budući da kompanije nisu fizička lica one i ne mogu preduzimati aktivnosti u cilju društveno odgovornog ponašanja već je to u nadležnosti vlasnika. Nasuprot njima su teoretičari koji smatraju da je uloga kompanija prema društvu mnogo više nego maksimiranje vrednosti za vlasnike. Po njima društveno odgovorne kompanije su one koje uspevaju da posluju tako da ostvare etička, pravna i

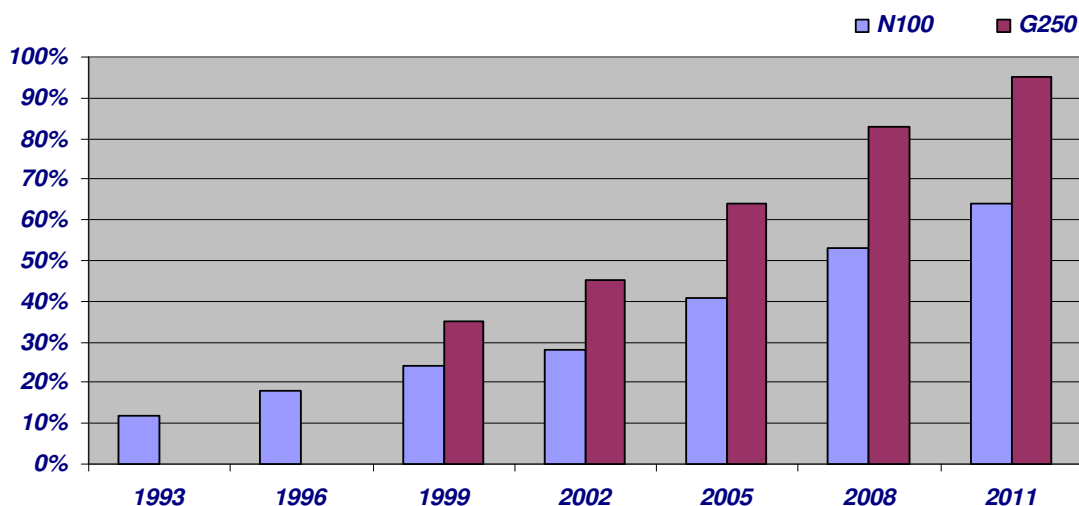
---

<sup>473</sup> U nastavku teksta će se koristiti široko prihvaćena engleska skraćenica za ovaj pojam CSR

<sup>474</sup> Mackey Alison, Mackey Tyson, Barney Jay, Corporate Social Responsibility and Firm Performance: Investors Preference and Corporate Strategies, *Journal of Management Review*, Vol 32, No. 3, 2007, str. 817 - 835

ekonomska očekivanja društva.<sup>475</sup> Stavovi po kojima uloga kompanije prevazilazi prosto kreiranje vrednosti za vlasnike su u današnjem svetu postali dominantni. Sve veći broj MNK je postao aktivan po pitanju CSR aktivnosti, a značajan broj njih uporedo sa finansijskim izveštajima objavljuje i CSR izveštaje. Grafikonom 5.17. su prikazani rezultati istraživanja o CSR izveštavanju kompanija.

*Grafikon 5.17. Procenat kompanija koje objavljuju CSR izveštaje*<sup>476</sup>



*Izvor: KPMG, 2011, KPMG International Survey of Corporate Social Reporting 2011, str.7*

Podaci sa grafikona 5.17. pokazuju da je na kraju 2011. godine od 250 najvećih kompanija na listi *Forbsa* njih 95% objavljivalo CSR izveštaje. Interesantno je primetiti da se procenat kompanija na listi G250 koji objavljuju CSR u poslednjih 12 godina, što je relativno kratak period, povećao sa 35% na 95%. Veliki porast broja kompanija koje objavljuju CSR izveštaje zabeležen je i u grupaciji N100, sa 24% na 64%.

Porast kompanija koje objavljuju CSR izveštaje se objašnjava potencijalnim koristima koje kompanije mogu da ostvare na bazi društveno odgovornog ponašanja. U teoriji se nailazi na veći broj argumenata koji govore u prilog društveno odgovornog ponašanja: povećanje produktivnosti radne snage, proaktivno delovanje u pravcu izbegavanja pravnih

<sup>475</sup> Murray Keith, Montanari John, Strategic Management of the Social Responsible Firm: Integrating Management and Marketing Theory, *Academy of Management Review*, Vol. 11, No. 4, 1986, str. 815 - 827

<sup>476</sup> N100 se odnosi na skup od 3,400 kompanija, 100 najvećih u 34 zemlje, dok G250 se odnosi na 250 najvećih kompanija na listi koju objavljuje *Forbs*.

sankcija, razvijanje nedostajućih resursa, građenje pozitivne reputacije na tržištu i sl.<sup>477</sup> Na bazi ovih argumenata vršen je veći broj istraživanja sa ciljem da se utvrdi uzročna posledična veza koja postoji između društvenih i finansijskih efekata. Rezultati ovih istraživanja su nekonzistentni. Pojedina istraživanja su utvrdila postojanje snažne pozitivne veze, kod drugih su zaključci odsustvo veze, dok su treća, donekle neočekivano, ukazala na postojanje negativne veze. Imajući u vidu ove rezultate možemo zaključiti da društveno odgovorno ponašanje ne dovodi po automatizmu do superiornih finansijskih performansi. Društveno odgovorno ponašanje će se pozitivno odraziti na finansijske rezultate samo kada je dugoročno orijentisano i usklađeno sa korporativnom strategijom.<sup>478</sup> Iako su izdvajanja za društveno odgovorne aktivnosti kompanija poslednjih godina sve veća njihov doprinos pozitivnim finansijskim efektima nije na zadovoljavajućem nivou jer kompanije često posmatraju poslovanje i društvenu odgovornost kao dva suprotstavljena cilja, zbog čega se društveno odgovorne aktivnosti sprovode nezavisno od korporativne strategije u vidu kozmetičkih mera (medijske kampanje, pojedinačne donacije, odnosi sa javnošću i sl.). Dakle, pitanje koje je danas aktuelno nije da li biti društveno odgovoran nego kako to učiniti.

Kako bi društveno odgovorne aktivnosti odbacile pozitivne finansijske efekte neophodno je da kompanija prvo utvrdi gde dolazi do preklapanja između poslovnih aktivnosti i društvenih pitanja. Preklapanje između društvenih pitanja i poslovnih aktivnosti može biti trojako:<sup>479</sup>

- Opšta društvena pitanja koja nisu pod uticajem poslovnih operacija kompanije niti će dugoročno uticati na konkurentski kontekst. Preporučljiv je reaktivan odnos prema ovim pitanjima i eventualne donacije u cilju kreiranja pozitivnog poslovnog imidža. Trebalo bi imati u vidu da se značaj pojedinih društvenih pitanja razlikuje od kompanije do kompanije.

---

<sup>477</sup> Smith Craig, Corporate Social Responsibility, *California Management Review*, Vol. 45, No. 4, 2003, str. 52 - 76

<sup>478</sup> Rodriguez Peter, Siegel Donald, Hillman Amy, Eden Lorraine, Three Lenses on the Multinational Enterprise: Politics, Corruption and Corporate Social Responsibility, *Journal of International Business Studies*, Vol. 37, No. 6, 2006, str. 733 - 746

<sup>479</sup> Porter Michael, Kramer Mark, Strategy and Society, *Harvard Business Review*, Vol. 84, No. 12, 2006, str. 78 - 85 i 88 - 92



- Socijalna pitanja koja su pod direktnim uticajem poslovnih aktivnosti kompanije.
- Socijalna pitanja koja opredeljuju faktore uticaja na konkurentski kontekst na datoj lokaciji.

Za kompanije potencijalne koristi od društveno odgovornog ponašanja se nalaze u dva poslednje navedena slučaja preklapanja socijalnih pitanja i poslovnih aktivnosti. Njihova povezanost se može analizirati primenom instrumenata koji se koriste za analizu konkurentne pozicije i kreiranje poslovne strategije (lanca vrednosti i „dijamanta konkurentnosti“).<sup>480</sup> Pažljivom analizom svih aktivnosti u lancu vrednosti kompanija nastoji da utvrdi sve pozitivne i negativne uticaje poslovnih aktivnosti na društvo. Ove aktivnosti su veoma različite i obuhvataju širok dijapazon: od politike zapošljavanja, razvoja proizvodne tehnologije, do transparentnosti u poslovanju i sl. Ideja je da se na bazi utvrđenih odnosa maksimiziraju pozitivni efekti na društvo (odnosno umanje negativni), a da se maksimizira i ekonomska korist za kompaniju. Jasno je da su u pojedinim slučajevima ova dva cilja u suprotnosti, tako da je na menadžmentu kompanije da identifikuje i koncentriše se na manji broj društvenih pitanja gde će se ostvariti najbolji balans između društvenih i korporativnih interesa.

„Kompanije analizom „dijamanta konkurentnosti“ lokacija na kojima posluju identifikuju preklapanja gde je moguće kreirati ekonomsku i društvenu vrednost. Kompanija nema kapacitete da doprinese unapređenju svakog od četiri elementa „dijamanta konkurentnosti“, zbog čega je cilj identifikovati one društvene oblasti koje imaju najveći strateški značaj i putem društveno odgovornog ponašanja doprineti njihovom dugoročnom razvoju.“<sup>481</sup> U literaturi je često citiran slučaj kompanije *HP* koja je u regionu Kupam, jedan od najsiromašnijih regiona u Indiji, investirala značajna sredstva kako bi kroz privatno–javno partnerstvo razvila informatičko društvo u ovom delu sveta. Nakon par godina delovanja kompanija je uspela značajno da unapredi društveni kontekst, kreira dodatnu tražnju za svojim proizvodima, dovede do kreiranja neophodnih ljudskih resursa i

---

<sup>480</sup> Porter Michael, Mapping Social Opportunities, *Harvard Business Review*, Vol. 84, No. 12, 2006, str. 86-87

<sup>481</sup> Porter Michael, Kramer Mark, The Competitive Advantage of Corporate Philanthropy, *Harvard Business Review*, Vol. 80, No. 12, 2002, str. 57 - 68

doprinese razvoju pratećih sektora.<sup>482</sup> Budući da je u pitanju unapređenje konkurentskog konteksta, od koga će imati koristi sve kompanije na datoj lokaciji, postavlja se pitanje celishodnosti ovih aktivnosti usled pojave efekta „slobodnog jahanja“. Ipak opravdano je na ovaj način pristupati društvenoj odgovornosti jer nisu svi konkurenti locirani na datoj lokaciji, neće unapređenje nekog elementa „konkurentskog dijamanta“ podjednako doprineti unapređenju konkurentnosti svake kompanije, a kompanija koja je inicirala datu društvenu aktivnost će u odnosu na ostale konkurente izgraditi pozitivnu reputaciju i kreirati bliske veze sa okruženjem.<sup>483</sup>

Na delovanje CSR na konkurentski kontekst se nadovezuje i pitanje lokalizacije CSR aktivnosti. Naime, osim globalnih društvenih problema postoje i društveni problemi koji su aktuelni za pojedine lokacije. Ovo je veoma značajno za manje razvijene zemlje, u koje spada i Srbija, gde su specifični društveni problemi naročito izraženi. Jedno od istraživanja koje se bavilo ovom tematikom je ukazalo na to da filijale MNK koje primenjuju globalnu strategiju u Meksiku neznatnu pažnju poklanjaju lokalnim društvenim problemima. Sa druge strane MNK koje primenjuju multilokalnu i transnacionalnu strategiju mnogo veću pažnju posvećuju lokalnim društvenim problemima.<sup>484</sup> Ukoliko imamo u vidu specifičnost „dijamanta konkurentnosti“ za svaku lokaciju možemo zaključiti da globalni pristup CSR ne doprinosi optimizaciji društvenih i ekonomskih efekata zbog nevažavanja lokalnih specifičnosti.

CSR je u Srbiji relativno noviji pojam. U socijalističkom državnom uređenju preduzeća su pored osnovnih poslovnih funkcija obavljala i jedan broj socijalnih funkcija, ali se njihovo delovanje ne može podvesti pod CSR. Ekonomsko posrtanje tokom 90-ih godina uslovalo je redukciju troškova poslovanja, a prva na udaru su bila izdvajanja za socijalne aktivnosti. Dolazak stranih kompanija u Srbiju putem SDI otvorio je prostor za promovisanje CSR na novim osnovama. Strani investitori su začetnici CSR u Srbiji i njegovi glavni protagonisti. U okviru ovog dela rada strani investitori su vrednovali svoj

---

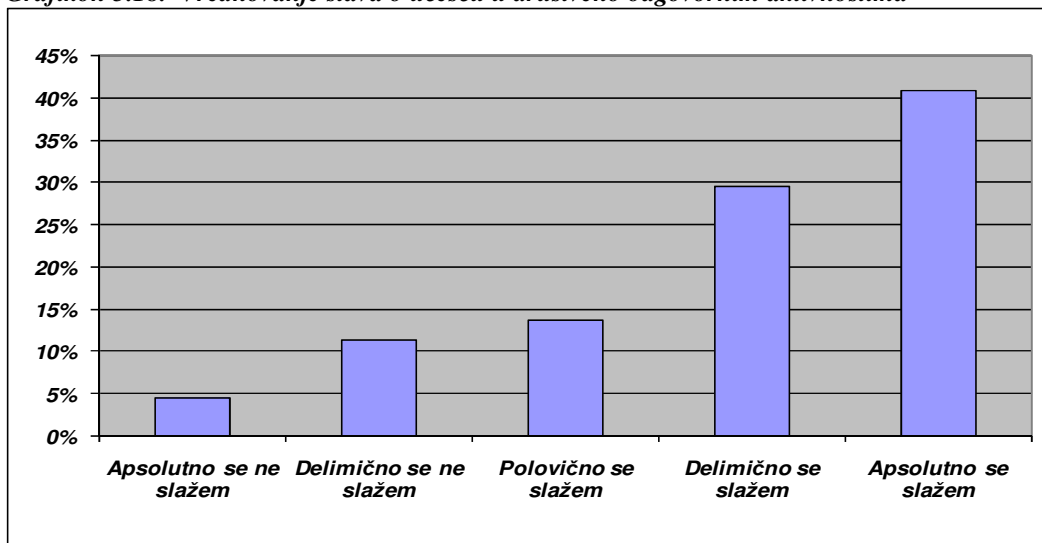
<sup>482</sup> Verbeke Alain, 2008, *International Business Strategy*, Cambridge University Press, str. 386

<sup>483</sup> Porter Michael, Kramer Mark, The Competitive Advantage of Corporate Philanthropy, *Harvard Business Review*, Vol. 80, No. 12, 2002, str. 57 - 68

<sup>484</sup> Husted Bryan, David Alan, Corporate Social Responsibility in the Multinational Enterprise: Strategic and Institutional Approaches, *Journals of International Business Studies*, Vol. 37, No. 6, 2006, str. 838-849

odnos prema CSR. Grafikon 5.18. prikazuje rezultate vrednovanja stava: „Društveno odgovorno ponašanje doprinosi boljim finansijskim rezultatima zbog čega smo po preuzimanju kompanije učestvovali u većem broju društveno odgovornih aktivnosti“

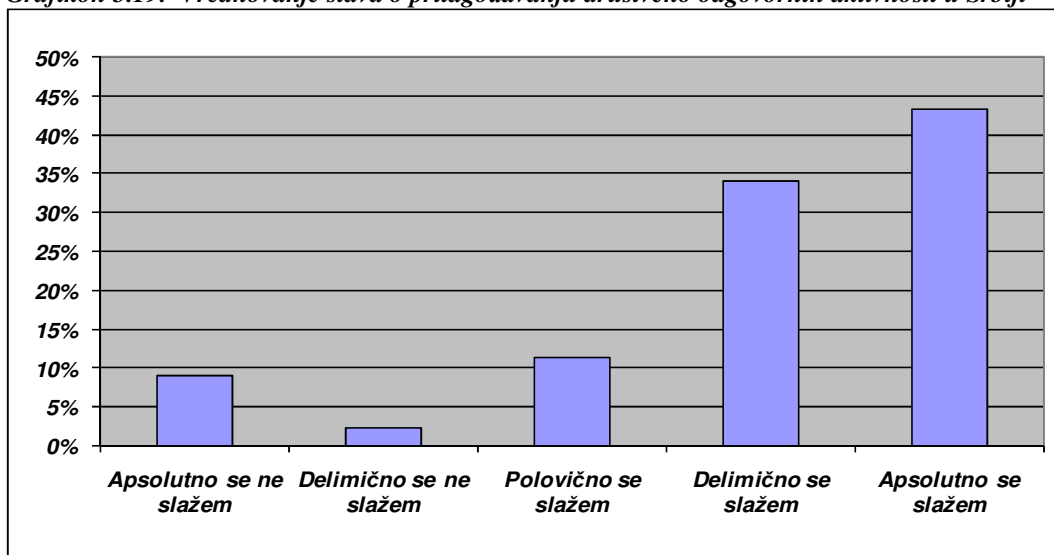
**Grafikon 5.18. Vrednovanje stava o učešću u društveno odgovornim aktivnostima**



Izvor: Sprovedena anketa

Rezultati dobijeni anketiranjem stranih investitora pokazuju veliku posvećenost društveno odgovornom ponašanju. Preko 70% anketiranih stranih investitora je izrazilo apsolutno ili delimično slaganje sa stavom da je učestvovalo u većem broju društveno odgovornih aktivnosti, a u cilju ostvarivanja boljih finansijskih rezultata. Primetno je da je svega 16% anketiranih izrazilo negativan stav prema iznesenoj tvrdnji. U nastavku istraživanja investitori su se izjašnjavali o standardizaciji ili prilagođavanju društveno odgovornih aktivnosti specifičnom društvenom ambijentu u Srbiji. Grafikon 5.19. prikazuje rezultate vrednovanja stava: „Odabir društveno odgovornih aktivnosti koje sprovodimo se vrši uz duboko uvažavanje društvenih specifičnosti u Srbiji“.

Grafikon 5.19. Vrednovanje stava o prilagođavanju društveno odgovornih aktivnosti u Srbiji



Izvor: Sprovedena anketa

Rezultati ankete su pokazali da se nešto manje od 80% ispitanika delimično ili apsolutno slaže sa stavom da prilikom društveno odgovornih aktivnosti vrši njihovo prilagođavanje specifičnosti ambijenta u Srbiji. Visok stepen slaganja sa iznesenim stavom pokazuje da su strani investitori svesni činjenice da se potrebe za društveno odgovornim ponašanjem razlikuju u tranzicionim zemljama.

Kao i u prethodnim delovima analize transfera međunarodnih standarda poslovanja rezultati ankete su poređeni sa informacijama koje su dobijene primenom studije slučaja. Informacije dobijene studijom slučaja u velikoj meri korespondiraju rezultatima ankete.

### **Studija slučaja 1: Fabrika bakarnih cevi, Majdanpek**

*Nakon preuzimanja strani investitor je prepoznao neophodnost društveno odgovornog ponašanja u cilju lakšeg uklapanja u lokalnu sredinu. Ipak, ovom pitanju se ne prilazi strategijski. Odluku o učešću u društveno odgovornim aktivnostima donosi direktor kompanije na bazi pristiglih molbi pojedinaca i organizacija. Direktor kompanije, uz određene limite, ima diskreciono pravo koje će projekte podržati i u kom iznosu. Sve društveno odgovorne aktivnosti su usmerene na teritoriju opštine Majdanpek budući da je procenjeno da je za potrebe kompanije najbitniji odnos na stejkholderima sa ovog područja. Do sada je kompanija putem donacija pomogla funkcionisanje obdaništa, više socijalno ugroženih porodica, radove na pravoslavnoj crkvi, rekonstrukciju fasada i krovova na pojedinim stambenim objektima i sl. Diskrecija direktora u odlučivanju o društveno odgovornom ponašanju otvara prostor da se aktivnosti koncipiraju tako da u potpunosti uvažavaju specifičnosti Srbije i lokalnog ambijenta.*

***Studija slučaja 2: FOD ATB, Bor***

*Kao i u prethodnom slučaju, strani investitor je snažno opredeljen da se ponaša društveno odgovorno. Društveno odgovorne aktivnosti nisu strateškog karaktera već su kratkoročno usmerene. Pojedinci i institucije konkurišu kod kompanije sa projektima, koje po prioritetima i trenutnim mogućnostima rangira direktor. Sve društveno odgovorne aktivnosti su usmerene na projekte u opštini Bor i u manjoj meri ka susednim opštinama. Praksa je da se društveno odgovorni projekti realizuju u vidu proizvoda i usluga, a ne direktnim doniranjem finansijskih sredstava. Na ovaj način kompanija nastoji da izbegne eventualnu zloupotrebu doniranih sredstava i stvaranje loše reputacije u društvu. Do sada je kompanija pomogla radovima i proizvodima rekonstrukciju toplane u Boru, opravku skijaške žičare na Crnom Vrh i sl.*

---

*Prilog 7a. Spisak kompanija koje su učestvovalе u anketi*

	<b>NAZIV KOMANIJE</b>
1	IMLEK, AD, PADINSKA SKELA
2	HOLCIM SRBIJA, DOO, POPOVAC
3	AUTOPREVOZ, AD, ČAČAK
4	BRITISH AMERICAN TOBACCO, AD, VRANJE
5	FRESH & CO, DOO, SUBOTICA
6	PHILIP MORISS OPERATIONS, AD, NIŠ
7	FBC, AD, MAJDANPEK
8	FOD, DOO, BOR
9	HOLCIM AGREGATI, AD, BEOGRAD
10	JELEN DO, AD
11	KAVIM JEDINSTVO, DOO, VRANJE
12	KAVIM RAŠKA, AD
13	KNJAZ MILOŠ, AD, ARANĐELOVAC
14	NIS, AD NOVI SAD
15	PEXIM, DOO, BEOGRAD
16	POLET, AD, NOVI BEČEJ
17	POLIESTER GRUPA, DOO, PRIBOJ
18	PUTEVI ČAČAK, AD
19	VOJVODINA PUT, AD, PANČEVO
20	PREDUZEĆE ZA PUTEVE ZAJEČAR, AD
21	RADIJATOR, AD, ZRENJANIN
22	SANDŽAK TRANS PUTNIČKI SAOBRAČAJ, AD
23	IMPOL SEVAL, AD, SEVOJNO
24	VALJAONICA BAKRA SEVOJNO, AD
25	SOMBOLED, DOO, SOMBOR
26	STRAŽILOVO, DOO, SREMSKI KARLOVCI
27	TITAN CEMENTARA, DOO, KOSJERIĆ
28	LAFARGE, DOO, BEOČIN
29	ALAS HOLDING, AD, LEDINCI
30	ZDRAVLJE, AD, LEKSOVAC
31	ZDRAVLJE, AD, LEKSOVAC
32	POTISJE, AD, KANJIŽA
33	XELLA, SRBIJA, DOO, VREOCI
34	VALJAONICA BAKRA SEVOJNO, AD
35	FABRIKA ŠEĆERA, TE-TO SENTA, AD
36	MULTIVITA, DOO, VRŠAC
37	STRAUSS ADRIATIC, DOO, ŠIMANOVCI
38	ATEKS, DOO, BEOGRAD
39	PDP SALAŠ
40	HEMOFARM, AD, VRŠAC
41	LUKOIL SRBIJA, AD, BEOGRAD
42	MITAS, DOO, RUMA
43	ŠUMADIJA LEK, DOO, ČAČAK
44	MEGGLE SRBIJA, DOO, KRAGUJEVAC

***Prilog 7b. Anketni upitnik***

Naziv stranog investitora: \_\_\_\_\_

Naziv preuzete kompanije: \_\_\_\_\_

Matični broj preuzete kompanije: \_\_\_\_\_

Molim Vas da vrednujete ocenom od 1 do 5 istinitost navedenih stavova u Vašem konkretnom slučaju: 5 – apsolutno se slažem 4 – delimično se slažem 3 – polovično se slažem 2 – delimično se ne slažem 1 – apsolutno se ne slažem.

***1. Afirmisanje marketinške funkcije, efekti na pozicioniranje i usklađivanje poslovnih funkcija***

- a. Kompanija koju smo preuzeli nije bila marketinški orjentisna zbog čega smo morali intenzivno da investiramo u razvijanje marketinških sposobnosti.

1            2            3            4            5

- b. U slučaju kompanije koju smo preuzeli nije postojala usklađenost poslovnih funkcija (marketinške, proizvodne, istraživanja i razvoja, i finansijske) zbog čega smo morali da preduzmemo mere u cilju njihove bolje koordinacije

1            2            3            4            5

- c. Marketinški pristup koji primenjujemo u preuzetoj kompaniji je standardizovan i identičan onom koji se primenjuje u drugim inostranim filijalama, bez obzira na lokalne specifičnosti tržišta Srbije.

1            2            3            4            5

***2. Efekti unapređivanja tehnoloških pretpostavki poslovanja***

- a. Tehnološka osnova kompanije koju smo preuzeli bila je izuzetno niska zbog čega smo morali značajno da investiramo u nova tehnološka rešenja

1            2            3            4            5

- b. Lokalni dobavljači nisu posedovali tehnološka rešenja koja su bila neophodna za podizanje konkurentnosti preuzete kompanije zbog čega smo sa dobavljačima kroz partnerski odnos morali da radimo na unapređenju njihove tehnološke osnove.

1            2            3            4            5

- c. Podizanjem tehnološke osnove preuzete kompanije stvorili smo uslove da se putem „ugledanja“ podigne tehnološka osnova i ostalih kompanija u Srbiji.

1            2            3            4            5

**3. Usklađivanje korporativnih kultura i unapređenje sistema menadžmenta**

- a. Zatečena korporativna kultura u preuzetoj kompaniji nije podsticala inovativnost kod zaposlenih, zbog čega je bila neophodna njena promena

1            2            3            4            5

- b. Sistem menadžmenta koji je postojao pre preuzimanja nije jasno definisao odgovornost pojedinaca usled čega je bila neophodna njegova promena.

1            2            3            4            5

**4. Uticaj na unapređenje efektivnosti i efikasnosti ljudskih resursa**

- a. Ljudski resursi u preuzetoj kompaniji nisu posedovali neophodna znanja usled čega smo investirali sredstva u njihovu obuku

1            2            3            4            5

- b. Menadžment u preuzetoj kompaniji nije posedovao odgovarajuća znanja zbog čega smo morali da angažujemo menadžere „ekspatrijate“ koji bi omogućili transfer znanja ka lokalnom menadžmentu.

1            2            3            4            5

- c. U okviru preuzete kompanije se poklanja velika pažnja kreiranju *mladih* kadrova (saradnja sa univerzitetima, stipendiranje učenika i studenata, „pronalaženje školovanih povratnika“<sup>485</sup> ...)

1            2            3            4            5

**5. Unapređenje sistema korporativnog upravljanja**

- a. Nakon preuzimanja formiran je bord direktora koji zajedno sa menadžmentom *aktivno* učestvuje u kreiranju poslovne strategije

1            2            3            4            5

---

<sup>485</sup> Studenti iz Srbije koji se školuju na nekom od fakulteta u matičnoj zemlji stranog investitora, a koji imaju želju da se nakon školovanja vrate u Srbiju.



- b. U okviru borda direktora preuzete kompanije angažovali smo veći broj „*eksternih*“<sup>486</sup> članova kako bi se obezbedila objektivnost i samostalnost u donošenju odluka

1            2            3            4            5

- c. Po preuzimanju kompanije formirali smo bord direktora u kome osim većinskih vlasnika svoje predstavnike imaju i *ostali stejkholderi* (sindikati, kreditori, lokalna samouprava i sl....)<sup>487</sup>.

1            2            3            4            5

#### **6. *Afirmisanje etičkih standarda i antikoruptivnog poslovnog ponašanja***

- a. Nakon preuzimanja preduzeli smo aktivnosti kako bi se svi zaposleni upoznali sa etičkim kodeksom naše matične kompanije

1            2            3            4            5

- b. Po preuzimanju kompanije nastojimo da etičko i antikoruptivno poslovno ponašanje afirmišemo među lokalnim stejkholderima (sindikati, republički organi, lokalna samouprava, dobavljači i sl.).

1            2            3            4            5

#### **7. *Efekti uvođenja prakse društveno odgovornog ponašanja***

- a. Društveno odgovorno ponašanje doprinosi boljim finansijskim rezultatima zbog čega smo po preuzimanju kompanije učestvovali u većem broju društveno odgovornih aktivnosti

1            2            3            4            5

- b. Odabir društveno odgovornih aktivnosti koje sprovodimo se vrši uz duboko uvažavanje društvenih specifičnosti u Srbiji.

1            2            3            4            5

---

<sup>486</sup> Eksterni članovi upravnog odbora nisu zaposleni u matičnoj ili preuzetoj kompaniji

<sup>487</sup> Makar jedan od navedenih ili nekih drugih stejkholdera

## **Zaključak**

Razmatranja u prethodnom delu rada su ukazala da se globalni poslovni ambijent radikalno promenio u poslednje dve decenije. Brojni tehnološki, socijalni, politički, ekonomski i kulturni faktori su doprineli menjanju globalnog poslovnog konteksta. Posledice delovanja ovih faktora su kreiranje novih poslovnih prilika i zaoštavanje globalne konkurencije. Pokazano je da je proces liberalizacije međunarodnih ekonomskih odnosa na globalnom nivou, uz nova tehnološka rešenja u oblasti transporta i telekomunikacija, doprineo:

- dinamičnom rastu globalnih migracija, međunarodne razmene, portfolio i stranih direktnih investicija u prethodnom periodu.
- povlačenju države iz mnogih ekonomskih tokova, što je praćeno masovnim privatizacijama imovine i kompanija čime su se stvorile pretpostavke za snažan priliv stranog kapitala u formi međunarodnih preuzimanja.
- snažnom prilivu stranog kapitala u tranzicione zemlje koje su uspele da obezbede makar minimalnu makroekonomsku stabilnost i efikasan institucionalni ambijent. Priliv stranog kapitala doprinosi rastu konkurentskog potencijala tranzicionih privreda, ali je globalna ekonomska kriza negativno uticala na ekonomije koje su privredni razvoj dominantno bazirale na stranim direktnim investicijama.

Kompleksnost novog poslovnog ambijenta dodatno je uticala na inače složen i bremenit rizicima proces međunarodnih preuzimanja. Proces međunarodnih preuzimanja u tranzicionim zemljama, u koje spada i Srbija, se dodatno usložnjava usled neizgrađenih i neefikasnih institucija. U radu je izložen teorijski model čija bi primena trebalo da doprinese minimiziranju rizika međunarodnih preuzimanja u tranzicionim zemljama. Model je faznog karaktera, a pozitivan ishod svake faze predstavlja input u narednom koraku. Značaj modela proističe:

- iz nedvosmisleno ukazane veze koja postoji između analize poslovnog ambijenta u tranzicionim privredama, predakvizicionih aktivnosti i uspeha restrukturiranja preuzete kompanije.

- iz identifikovanja značaja koji pažljiva selekcija i zadržavanje ljudskih resursa sa specifičnim znanjima, kao redak i vredan resurs u tranzicionim zemljama, ima za uspeh celokupnog procesa preuzimanja.

Međunarodna preuzimanja bi trebalo posmatrati kao sredstvo menadžmenta kako bi se uspešno implementirale strategije na korporativnom i na nivou stratejskih poslovnih jedinica. U ovom kontekstu je u nastavku rada pažnja posvećena analizi teorijskih koncepata konkurentnosti. Detaljno su objašnjene teorija pet konkurentskih snaga i resursna i institucionalna teorija konkurentnosti, kao teorije nešto novijeg datuma. Nakon toga pristupilo se teorijskom razmatranju konkurentnosti država, uz detaljnu analizu konkurentnosti Srbije. Identifikovano je nekoliko mera baziranih na realnom ekonomskom stanju, analizi raspoloživih resursa i ekonomskim kretanjima na globalnom nivou, a čija primena bi trebalo da doprinese rastu konkurentnosti Srbije:

- finansijska i medijska podrška podsticanju prirodnog priraštaja
- investiranje u obrazovanje i promovisanje koncepta doživotnog obrazovanja, uz akcenat na zaustavljanje odliva najboljih kadrova usled emigracija u inostranstvo.
- unapređenje efikasnosti institucija, smanjenje negativnog uticaja birokratije, podsticanja preduzetništva i nastupa domaćih kompanija na inostranim tržištima putem klastera.
- privlačenje stranih i domaćih investicija u strateške sektore, poljoprivredu i energetiku.

Konačno, empirijski je analizirana konkurentnost međunarodnih preuzimanja putem njihove izvozne usmerenosti. Rezultati analize su pokazali:

- da je relativno mali broj međunarodnih preuzimanja izvozno orijentisan, ali da generišu značajan procenat izvoza Republike Srbije.
- da je izvoz kod međunarodnih preuzimanja rastao po približno istim stopama kao izvoz celokupne privrede i grupe najvećih izvoznika.
- da je najveći broj međunarodnih preuzimanja usmeren ka zadovoljenju domaće tražnje, zbog čega nisu realizovani svi potencijalni pozitivni efekti po osnovu preuzimanja.

U nastavku rada je vršena finansijska analiza međunarodnih preuzimanja. Analiza je obuhvatala poređenje finansijskih pokazatelja 78 srednjih i velikih preduzeća pre i nakon preuzimanja, kao i komparaciju finansijskih pokazatelja sa prosečnim vrednostima<sup>488</sup> 100 kompanija koje su ostvarile najveću neto dobit u pojedinim godinama. U okviru istraživanja praćeno je kretanje likvidnosti, solventnosti, efikasnosti upravljanja imovinom, rentabilnosti, efekata na zaposlenost, produktivnost i realne neto zarade. Rezultati analize bi se taksativno mogli predstaviti na sledeći način:

- U 54% slučajeva zabeleženo poboljšanje ili isti nivo likvidnosti meren racionom tekuće likvidnosti, dok je u 69% slučajeva došlo do poboljšanja likvidnosti merene rigoroznim racionom likvidnosti. U grupi preduzeća kod kojih je došlo do unapređenja racia tekuće i rigorozne likvidnosti dominiraju preuzimanja putem privatizacije, što se objašnjava niskim nivoom ovog pokazatelja kod kompanija u državnom i društvenom vlasništvu. Sa druge strane, u većini komercijalnih slučajeva međunarodnih preuzimanja primetan je pad ili stagnacija vrednosti racia tekuće i rigorozne likvidnosti, što se objašnjava relativno zadovoljavajućom vrednošću ovih pokazatelja pre perioda preuzimanja i uticajem globalne ekonomske krize poslednjih par godina. U skoro 80% analiziranih slučajeva vrednost analiziranih racia likvidnosti je na kraju 2011. godine bila ispod referentne vrednosti, što govori o slabijoj likvidnosti međunarodnih preuzimanja u odnosu na kompanije sa najvećom neto dobiti u Srbiji. Trebalo bi napomenuti da su tri kompanije iz uzorka imale blokirane račune na kraju 2011. godine.
- Na kraju 2011. godine 9 kompanija koje su preuzeli strani investitori, oko 12% uzorka, imalo je negativan kapital. Solventnost kompanija merena racionom pokrivenosti stalne imovine i pokrivenosti obrtne imovine NOK bila je unapređena ili na istom nivou u 52% odnosno 61% analiziranih slučajeva. Kao i kod analize likvidnosti, i iz istih razloga, u grupi preduzeća kod kojih je došlo do unapređenja ova dva racija dominiraju preuzimanja u procesu privatizacije. Analiza prethodno

---

<sup>488</sup> Prosek finansijskih pokazatelja za 100 kompanija koje su u datoj godini ostvarile najveću neto dobit smatra se referentnom vrednošću koja je upoređivana sa finansijskim pokazateljem za svaku kompaniju u uzorku.

navedena dva racia solventnosti kod komercijalnih preuzimanja je u skladu sa rezultatima i objašnjenjima koji su dobijeni prilikom analize njihove likvidnosti. Ohrabruje podatak da 50% analiziranih kompanija na kraju 2011. godine ima vrednost racia pokrivenosti stalne imovine veću od referentne vrednosti, dok u slučaju racia pokrivenosti obrtne imovine NOK to iznosi 60%. Takođe u 44% slučajeva vrednost racia zaduženost govori o istoj ili poboljšanoj solventnosti kompanija nakon preuzimanja, dok se svega 23% kompanija može pohvaliti većom solventnošću merenu ovim raciom u odnosu na referentnu grupu.

- Racio obrta poslovne imovine, kao svodni pokazatelj efikasnosti upravljanja imovinom, u 42% slučajeva bio je na nižem nivou nego pre preuzimanja. U grupi kompanija kod kojih je došlo do pada efikasnosti upravljanja imovinom dominiraju preuzimanja iz procesa privatizacije. Ovakvi rezultati se objašnjavaju visokim investicijama, usled obaveza preuzetih ugovorom o privatizaciji i relativno lošim poslovnim stanjem preuzetih kompanija, koje nisu praćene istim porastom prihoda od prodaje usled globalne ekonomske krize. Takođe, u skoro 2/3 komercijalnih preuzimanja zabeležena je ista ili slična vrednost racia obrta poslovne imovine kao u periodu pre preuzimanja, što se objašnjava inkrementalnim investicijama u preuzete kompanije koje su praćene istim ili nešto bržim rastom poslovnih prihoda. Svega nešto preko trećine kompanija iz uzorka je na kraju 2011. godine imalo vrednost racia obrta poslovne imovine iznad referentne vrednosti. Efikasnost naplate potraživanja od kupaca je u skoro 80% slučajeva bila na nižem nivou u odnosu na period pre preuzimanja, dok je svega 20% kompanija iz uzorka na kraju 2011. godine imalo racio obrta potraživanja od kupaca veći od referentne vrednosti. Pad efikasnosti naplate potraživanja od kupaca se objašnjava uticajem globalne ekonomske krize na Srbiju.
- U 63% analiziranih slučajeva nakon preuzimanja došlo je do unapređenja rentabilnosti merene stopom prinosa na imovinu, dok je u 53% slučajeva nakon preuzimanja došlo do unapređenja stope prinosa na kapital. Uprkos unapređenjima u pogledu rentabilnosti svega 9% kompanija iz uzorka je na kraju 2011. godine imalo vrednost stope prinosa na investicije veću od referentne vrednosti, dok ni

jedna kompanija iz uzorka nije imala stopu prinosa na kapital veću od referentne vrednosti.

- Svega 17 kompanija, odnosno 22% uzorka, je zabeležilo rast zaposlenosti u odnosu na period pre preuzimanja, a u 63% slučajeva zabeležen je pad zaposlenosti preko 20%. Neto efekat međunarodnih preuzimanja na zaposlenost zaključno sa 2011. godinom je gašenje 21,314 radnih mesta. Optimizacija radne snage i rast prihoda od prodaje odrazili su se na realne prihode od prodaje po zaposlenom, tako da je 90% analiziranih kompanija na kraju 2011. godine imalo veće realne prihode od prodaje po zaposlenom u odnosu na period pre preuzimanja. Rast realnih prihoda od prodaje je praćen, iako ne u istoj meri, i rastom realnih bruto zarada. U 76% slučajeva utvrđeno je da su realne bruto zarade po zaposlenom veće na kraju 2011. godine u odnosu na period pre preuzimanja.

Rezultati finansijske analize su pokazali da je globalna ekonomska kriza imala izuzetno negativne efekte na kompanije koje su preuzeli strani investitori, ali da su oni uprkos tome uspeali da u značajnoj meri unaprede njihove finansijske pokazatelje. U polovini analiziranih slučajeva primetno je poboljšanje likvidnosti i solventnosti, naročito u grupi privatizovanih kompanija, ali da su preuzimanja i restrukturiranja dominantno finansirana zaduživanjem preuzetih kompanija. Utvrđen pad efikasnosti upravljanja imovinom kod više od 40% preuzetih kompanija se u velikoj meri duguje padu efikasnosti naplate potraživanja nastalom usled nelikvidnosti srpske privrede, zbog čega su strani investitori morali da produže period beskamatnog kreditiranja kupaca. Ohrabruje podatak da se u najvećem broju analiziranih slučajeva nakon preuzimanja povećala rentabilnost poslovanja merena stopom prinosa na imovinu i na kapital. Uprkos poboljšanju zatečenog stanja skoro zanemarljiv broj međunarodnih preuzimanja je ostvario vrednosti navedenih pokazatelja iznad referentne vrednosti.

Poslednji deo rada bavio se efektima transfera međunarodnih standarda poslovanja na preuzete kompanije. U ovom delu je primenom anketa i dve studije slučaja istraživao uticaj međunarodnih preuzimanja na: marketinšku opredeljenost, tehnološku osnovu, korporativnu kulturu i sistem menadžmenta, efikasnost i efektivnost ljudskih resursa, etičke

standarde i društveno odgovorno ponašanje preuzetih kompanija. Zaključci izvedeni na osnovu sprovedene ankete i studija slučaja bi se mogli predstaviti na sledeći način:

- Preko polovine anketiranih stranih investitora smatra da su usled nedovoljne marketinške orijentisanosti i usklađenosti poslovnih funkcija bile neophodne dodatne investicije kako bi se preuzete kompanije marketinški osposobile. Ovaj stav je naročito izražen kod preuzimanja u procesu privatizacije. Istovremeno preko 55% ispitanih stranih investitora je ukazalo da u Srbiji primenjuje standardizovan marketing pristup, koji se primenjuje i u drugim filijalama širom sveta.
- Više od 45% stranih investitora se slaže sa tvrdnjom da je tehnološka osnova preuzetih kompanija bila na relativno niskom nivou zbog čega su bila neophodna ulaganja u njeno unapređenje. Oko trećine anketiranih kompanija je podržalo stav da je saradnjom sa lokalnim dobavljačima doprinelo unapređenju njihove tehnološke osnove, dok dve trećine ispitanika smatra da je njihovo poslovanje u Srbiji doprinelo, putem „ugledanja“, unapređenju tehnološke osnove celokupne privrede.
- Oko 45% ispitanih stranih investitora iskazalo je slaganje sa stavom da je zatečena korporativna kultura bila nedovoljno inovativna, zbog čega je bila neophodna njena promena. Isti procenat ispitanika je podržao stav da je zatečeni sistem menadžmenta nedovoljno jasno definisao odgovornost kompanija, zbog čega su bile neophodne njegove promene.
- Preko 60% ispitanika smatra da ljudski resursi u preuzetim kompanijama nisu posedovali odgovarajuća znanja zbog čega je bilo neophodno investirati u njihovu obuku. Više od 40% anketiranih kompanija je potvrdilo da je nakon procesa preuzimanja angažovalo menadžere ekspatrijate sa ciljem da se lokalni menadžment obuči da vodi preuzete kompanije. Strani investitori su u 56% slučajeva pozitivno vrednovali stav da im je jedan od prioriteta kreiranje mladih kadrova putem stipendiranja učenika i studenata, saradnjom sa univerzitetima, pronalaženjem „školovanih povratnika“ i sl.
- Približno 2/3 kompanija u uzorku iskazalo je slaganje sa stavom da je po preuzimanju formiralo bord direktora koji aktivno sa top menadžmentom učestvuje

u kreiranju poslovne strategije. Sa druge strane svega 20% procenata ispitanika je pozitivno vrednovalo tvrdnju da je nakon preuzimanja u bordu direktora angažovalo članove koji nemaju poslovni odnos u preuzetoj ili matičnoj kompaniji. Takođe, u svega 15% analiziranih slučajeva je dobijena potvrda da članove borda direktora osim vlasnika delegiraju i ostali stejkholderi.

- Preko 2/3 anketiranih stranih investitora složilo se sa tvrdnjom da je po preuzimanju zaposlene upoznao sa etičkim kodeksom koji postoji u okviru matične kompanije. Takođe, blizu 80% ispitanika je potvrdilo da aktivno radi na promovisanju sopstvenog etičkog kodeksa među ostalim stejkholderima (dobavljačima, kupcima, lokalnoj samoupravi, republičkim organima i sl.).
- Više od 70% kompanija u uzorku pozitivno je vrednovalo stav da je redovno učestvovalo u društveno odgovornim aktivnostima smatrajući da to doprinosi i boljim finansijskim efektima. Takođe preko 80% kompanija iz uzorka je iskazalo stav da njihove društveno odgovorne aktivnosti uvažavaju specifičnost socijalnog i kulturnog ambijenta u Srbiji.

Prikazani rezultati pokazuju da su strani investitori uložili značajne resurse i finansijska sredstva kako bi unapredili marketinšku orijentisanost, tehnološku osnovu, korporativnu kulturu, ljudske resurse i korporativno upravljanje kod preuzetih kompanija. Veoma je značajno da su strani investitori aktivno promovisali etičko poslovanje i društveno odgovorno ponašanje kao jedan od najbitnijih elemenata međunarodnih standarda poslovanja i poslovne prakse. Efekti transfera međunarodne poslovne prakse i standarda poslovanja se putem „nekontrolisanog prelivanja“ osećaju i na drugim kompanijama u Srbiji koje putem poslovnog ili konkurentskog odnosa dolaze u kontakt sa preuzetim kompanijama.

Istraživanja u radu su u potpunosti podržala hipotezu po kojoj je proces globalizacije kreirao podsticajno poslovno okruženje za primenu investicionih strategija ulaska na inostrana tržišta, što se pozitivno odrazilo na konkurentski potencijal zemalja u tranziciji. Definisani teorijski model procesa preuzimanja i analiza pokazatelja efikasnosti institucija u tranzicionim zemljama su podržali tezu po kojoj proaktivna analiza okruženja i subjekta



preuzimanja, i na bazi tih informacija pažljivo planiranje i implementacija strategije preuzimanja, determinišu postakvizicione performanse. Rezultati analize izvoza međunarodnih preuzimanja i izvoza Republike Srbije su u potpunosti dokazali hipotezu od koje se pošlo u radu, da su međunarodna preuzimanja samo u ograničenom broju slučajeva doprinela unapređenju izvozno konkurentskih performansi preuzetih kompanija. Analiza finansijskih izveštaja preuzetih kompanija je u najvećoj meri, mada ne u potpunosti, podržala hipotezu po kojoj su strani investitori unapredili finansijske performanse preuzetih kompanija. Globalna ekonomska kriza u kombinaciji sa lokalnim ekonomskim problemima onemogućila je da se efekti restrukturiranja preuzetih kompanija u punoj meri reflektuju kroz finansijske pokazatelje. Rezultati dobijeni na bazi sprovedenih anketa i studija slučaja su dokazali hipotezu po kojoj su strani investitori na preuzete kompanije transferisali međunarodne modele i standarde poslovanja. Može se zaključiti da transfer međunarodnih standarda poslovanja predstavlja najveću korist koju su preuzete kompanije i ekonomija u celini imali od međunarodnih preuzimanja u Srbiji.

**LITERATURA**

1. Akan Obasi, Alan Richard, Helms Marilyn, Sprals Samuel, Critical Tactics for Implementing Porter's Generic Strategies, *Journal of Business Strategy*, Vol. 27, No. 1, 2006, str. 43 – 53
2. Akan Obasi, Alan Richard, Helms Marilyn, Sprals Samuel, Linking Strategic Practice and Organizational Performance to Porter's Generic Strategies, *Journal of Business Process Management*, Vol. 12, No. 4, 2006, str. 433 - 454
3. Al Ehrbar, Stewart III, Bennett G., The EVA Revolution, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 12, No. 2, 1999, str. 19-31
4. Angwin Duncan, Mergers and Acquisitions across European Borders: National Perspectives on Preacquisitions Due Diligence and the Use of Professional Advisers, *Journal of World Business*, Vol. 36. No.1, 2001, str. 32 - 57
5. Angwin Duncan, Speed in M&A Integration: The first 100 Days, *European Management Journal*, Vol. 22, No. 4, 2004, str. 418 - 430
6. Antila M. Elina, The Role of HR Managers in International Mergers and Acquisitions: a Multiple Case Study, *International Journal of Human Resources Management*, Vol. 17, No. 6, 2006, str. 999 – 1020
7. Arnold David, Seven Rules of International Distribution, *Harvard Business Review*, Vol. 78, No. 1, 2000, str. 131 – 137
8. Ashkenas N. Ronald, DeMonaco J. Lawrence, Francis C. Suzane, Making Deal Real: How GE Capital Integrate Acquisitions, *Harvard Business Review*, Vol. 78, No. 1, January – February 1998, str. 165 – 178
9. Assen van Marcel, Berg van den Gerben, Pietersma Paul, 2003, *Key Management Models*, Prentice Hall
10. Badinger Harald, Growth Effects of Economic Integration: Evidence from the EU Member States, *Review of World Economics*, Vol. 141, No. 1, 2005, str. 50-78
11. Baldwin E. Robert, *Openness and Growth: What is Empirical Relationship?*, NBER Working Paper No. 9578, National Bureau of Economic Research, 2003, str. 1-34
12. Baniak Andrzej, Cukrowski Jacek, Herczynski Jan, On the Determinants of Foreign Direct Investment in Transition Economies, *Problems of Economic Transition*, Vol. 48, No. 2, Jun 2005, str. 6-28
13. Bank for International Settlement, 2012 *BIS Quarterly Review*
14. Barney B. Jay, 1996, *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*, Adison Wesley Publishing Company
15. Barney Jay, Delwyn Clark, 2007, *Resources Based Theory – Creating and Sustaining Competitive Advantage*, Oxford University Press
16. Barney Jay, Firm Resources and Sustained Competitive Advantage, *Journal of Management*, Vol. 17, No. 1, 1991, str. 99 - 120
17. Barney Jay, Tong W. Tony, 2006, Building versus Acquiring Resources, u Ghobadian Abby O'Regan Nicholas, Galler David, Viney Howard (editors), *Strategy and Performance Achieving Competitive Advantage in the Global Marketplace*, Middlesex University Business School, London
18. Barney Jay, Wright Mike, Ketchen David, The Resources Based View of the Firm: Ten Years After 1991, *Journal of Management*, Vol. 27, No. 6, 2001, str. 625 - 641
19. Baughn C. Christofer, Denekamp G. Johannes, Stevens H. John and Osborn N. Richard, Protecting Intellectual Capital in International Alliances, *Journal of World Business*, Vol. 32, No. 2, 1997, str. 103-117

20. Beata Smarzynska Javorcik, Does Foreign Direct Investment Increase the Productivity of Domestic Firm? In Search of Spillovers Through Backward Linkages, *The American Economic Review*, Vol. 94, No. 4, 2004, str. 605 - 627
21. Bekefi Tamara, Epstein J. Marc, Measuring and Managing Social and Political Risk, *Strategic Finance*, Vol. 89, No. 8, February 2008, str 33 - 41
22. Benassy Quere Agnes, Maylis Coupet, Thierry Mayer, *Institutional Determinants of Foreign Direct Investment*, Working Paper, CEPII, 2005-05, str. 1-30
23. Berger Thomas, Bristov Gillian, Competitiveness and the Benchmarking of Nations – A Critical Reflection, *International Advanced Economic Research*, Vol. 15, No. 4, 2009, str. 378 - 392
24. Berglof Erik, Pajuste Anete, What do Firms Disclose and Why? Enforcing Corporate Governance and Transparency in Central and Eastern Europe, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 21, No. 2, 2005, str. 178 - 197
25. Bergsman Joel, Broadman G. Harry, Drebensov Vladimir, *Improving Russia's Policy on Foreign Direct Investment*, World Bank, Working Paper 2329, 2000, str. 1-21
26. Bevan Alan, Estrin Saul, Meyer Klaus, Foreign Investment Location and Institutional Development in Transition Economies, *International Business Review*, Vol. 13, No. 1, February 2004, str. 43-64
27. Bevan Alan, Estrin Saul, The Determinants of Foreign Investment into European Transition Economies, *Journal of Comparative Economics*, Vol. 32. No. 4, 2004, str. 775-787
28. Bowers M. Helen, Miller E. Robert, Choice of Investment Banker and Shareholders' Wealth of Firms Involved in Acquisitions, *Financial Management*, Vol. 19. No. 4, Winter 1990, str. 34 - 44
29. Brem Markus, Tucha Thomas, Transfer pricing: Conceptual Thoughts on the Nature of the Multinational firm, *The Journal for Decision Makers*, Vol. 31, No 2, April – Jun 2006, str. 29 – 43
30. Bremmer Ian, Zakaria Fareed, Hedging Political Risk in China, *Business Harvard Review*, Vol. 84, No. 11, november 2006, str. 22- 26.
31. Bresman Henrik, Birkinshaw Julian, Nobel Robert, Knowledge Transfer in International Acquisitions, *Journal of International Business Studies*, Vol. 30, No. 3, 1999, str. 439 - 462
32. Brett Jeanne, Behfar Kristin and Kern C. Mery, Managing Multicultural Team, *Harvard Business Review*, Vol. 84, No. 11, November 2006, str. 84 - 91
33. Brigham F. Eugene, Ehrhardt Michael, 2008, *Financial Management, Theory and Practice*, Thomson South Western
34. Brock David, Multinational Acquisition Integration: The Role of National Culture in Creating Synergies, *International Business Review*, Vol. 14, No. 3, 2005, str. 269 - 288
35. Buckley J. Peter, Casson C. Mark, Analyzing Foreign Market Entry Strategies: Extending the Internalization Approach, *Journal of International Business Studies*, Vol. 29, No. 3, 1998, str. 539-561
36. Buckley Peter, Clegg Jeremy, Cross Adam, Explaining China's Outward FDI: An Institutional Perspective, u Sauvant Carl (editor), *The Rise Transnational Corporations from Emerging Markets: Threat or Opportunity?*, 2008, Edward Elgar Publishing Limited
37. Cadogan John, Sundqvist Sana, Salminen Risto, Puumalainen Kaisu, Export Marketing, Interfunctional Interactions, and Performance Consequences, *Journal of Academy Management Science*, Vol. 33, No. 4, 2005, str. 520 – 535
38. Cadogan John, Sundqvist Sana, Salminen Risto, Puumalainen Kaisu, Export Marketing, Interfunctional Interactions, and Performance Consequence, *Journal of Academy Management Science*, Vol. 33, No. 4, 2005, str. 520 - 535

39. Campbell Andrew, Alexander Marcus, What's Wrong with Strategy?, *Harvard Business Review*, Vol. 76, No. 6, November – December, 1997, str. 42-51
40. Campos F. Nauro, Yuko Kinoshita, *Foreign Direct Investment as Technology Transferred: Some Panel Evidence from the Transition Economies*, William Davidson Working Paper No. 438, January 2002, str. 1-31
41. Carstensen Kai, Toubal Farid, Foreign Direct Investments in Central and Eastern European Countries: A Panel Analysis, *Journal of Comparative Economies*, Vol. 32, No. 1, 2004, str. 3-22
42. Cartwright Sue, Cooper Cary, 1997, *Managing Mergers, Acquisitions and Strategic Alliances: Integrating People and Cultures*, Butterworth-Heinman
43. Caves E. Richard, 1980, *Multinational Enterprise and Economic Analysis*, Cambridge University Press
44. Cavusgil Tamer, Zou Shaoming, Marketing Strategy Performance Relationship: An Investigation of the Empirical Link in Export Market Ventures, *Journal of Marketing*, Vol. 58, No. 1, 1994, str. 1 - 21
45. Cerović Božidar, 2004, *Ekonomika Tranzicije*, Ekonomski fakultet Beograd
46. Ceurvo Cazura Alvaro, Who Cares about Corruption?, *Journal of International Business Studies*, 2006, Vol. 37. No. 6., str. 807-822
47. Chang Sea-Jin, Rosenzweig M. Philip, The Choice of Entry Mode in Sequential Foreign Direct Investment, *Strategic Management Journal*, Vol. 22, No. 8, 2001, str. 747-776
48. Chen Haiyang, Hu Y. Michael, Shieh C.P. Joseph, The Wealth Effect of International Joint Ventures: The Case of US Investment in China, *Financial Management*, Vol. 20, No. 4, 1991, str. 31 – 41
49. Childs L. Rick, Successful Acquisitions Strategies Require Due Diligence, *Bank Accounting & Finance*, Vol. 20, No. 6, October – November 2007, str. 21 - 24
50. Chowdhury Prabal Roy, Chowdhury Indrani Roy, Joint Venture Instability: A Life Cycle Approach, *Munich Personal Repec archive*, paper No. 1556, September 2007, str. 1 – 24
51. Christensen M. Clayton, Alton Richard, Rising Curtis, Waldeck Andrew, The Big Idea: The New M&A Playbook, *Harvard Business Review*, Vol. 89, No. 3, March 2011, str. 49 – 57
52. Clark C. William, 2000, Environmental Globalization, u Nye S. Joseph i Donahue D. John (editors), *Governance in Globalizing World*, Brooking Institution Press
53. Core John, Holthausen Robert, Larcker David, Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation and Firm Performance, *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, No. 3, 1999, str. 371 - 406
54. Crotty James, Structural Causes of the Global Financial Crises: A Critical Assessment of the „New Financial Architecture“, *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 33, No. 2, 2009, str. 563 - 580
55. Cui Geng, Lui Hon-Kwong, Order of Entry and Performance of Multinational Corporations in an Emerging Markets: A Contingent Resources Perspective, *Journal of International Marketing*, Vol. 13, No. 4, 2005, str. 28 – 56
56. Cullinan Geofry, Jean Marc Le Roux, Rolf Magnus Weddigen, When to Walk Away from a Deal, *Business Harvard Review*, Vol. 82, No. 4, April 2004, str. 97 - 104
57. Cunha Rita, Cooper Cary, Does Privatization Affect Corporate Culture and Employee Well Being, *Journal of Managerial Psychology*, Vol. 17, No. 1, 2002, str. 21 - 49
58. Daniels John, Radebaugh Lee, Sullivan Daniel, 2011, *International Business: Environments and Operations*, Pearson Education
59. Davis Howard, Ellis Paul, Porter's Competitive Advantage of Nations: Time for Final Judgment? *Journal of Management Studies*, Vol. 37, No.8, December 2000, str. 1189 - 1213

60. Deloitte, 2010, *Strategy Matrix for Global Transfer pricing: Planning for Methods, Documentation, Penalties and Other Issues*
61. Deng Shengliang, Dart Jack, The Market orientation of Chinese Enterprises During a Time of Transition, *European Journal of Marketing*, Vol. 33, No. 5/6, 1999, str. 631 - 654
62. DePamphilis Donald, 2010, *Mergers and Acquisitions, and Other Restructuring Activities*, Elsevier
63. Dixon Sarah, Klaus Meyer, Day Marc, Stages of Organizational Transformation in Transition Economies: A Dynamic Capabilities Approach, *Journal of Management Studies*, Vol. 47, No. 3, 2010, str. 416 - 436
64. Doh P. Jonathan, Entrepreneurial Privatization Strategies: Order of Entry and Local Partner Collaboration as Sources of Competitive Advantage, *Academy of Management Review*, Vol. 25, No. 3, 2000, str. 551 – 571
65. Dreher Axel, Does Globalization Affect Growth? Evidence from a New Index of Globalization, *Applied Economics*, Vol. 38, Issue 10, 2006, str. 1091 - 1100
66. Duarte Lopez Kristina, Garsia Canal Esteban, The Choice Between Joint Ventures and Acquisitions in Foreign Direct Investments: The Role of Partial Acquisitions and Accrued Experience, *International Business Review*, Vol. 46, No. 1, 2004, str. 39 – 58
67. Dunning H. John, Lundan M. Sarianna, 2008, *Multinational Enterprises and the Global Economy*, Edward Elgar Publishing Limited
68. Dunning H. John, The Key Literature on IB Activities: 1960 - 2006, u Rugman Alan (editor), *International Business*, 2007, The Oxford Handbook
69. Dunning John, Internationalizing Porter's Diamond, *Management International Review*, Vol. 33, No. 2, 1993, str. 7 - 15
70. Đuričin Dragan, Anti krizni program u 2011. i strategija održivog razvoja (Srbija 2020), *Ekonomika preduzeća*, Vol. LIX, No. 1-2, 2011, str. 1-20
71. Đuričin Dragan, Janošević Stevo, 2007, *Menadžment i strategija*, Ekonomski fakultet, Beograd
72. Đuričin Dragan, Lončar Dragan, 2007, *Menadžment pomoću projekata*, Ekonomski Fakultet, Beograd
73. Đuričin Dragan, Strategija konkurentnosti Srbije 2005-2010, *SES Kopaonik*, 2005, str. 10-33
74. Đuričin Dragan, Transition and Beyond: Serbia's Perspective, *Ekonomika preduzeća*, Vol. LIII, No. 5-6, septembar – oktobar, 2007, str. 161 – 176
75. EBRD, 2010, *Transition Report*
76. EBRD, 2011, *Transition Report*
77. Eccles G. Robert, Lanes Kersten, Wilson Thomas, Are You Paying Too Much for That Acquisitions?, *Business Harvard Review*, Vol. 77, No. 4, July – August 1999, str. 136 – 146
78. Eden Lorraine, Taxes, Transfer Pricing, and Multinational Enterprise, u Rugman Alan (editor), *International Business*, 2007, The Oxford Handbook
79. Egert Balazs, Drine Imed, Lommatzsch Kirsten, Rault Christophe, *The Ballas Samuelson Effect in Central and Eastern Europe: Myth or Reality*, William Davidson Institute Working Paper 483, University of Michigan Business School, July 2002, str. 1-30
80. Elliot Jamie, Emmanuel Clive, International Transfer Pricing: Searching for Patterns, *European Management Journal*, Vol. 18, No.2, 2000, str. 216-220
81. Ellis Paul, Davis Howard, Wong Ada Hiu-Kan, Export Intensity and Marketing in Transition Economies: Evidence from China, *Industrial Marketing Management*, Vol. 40, No. 4, 2011, str. 593 - 602
82. Ernst & Young, 2008, Global transfer pricing survey 2007 – 2008

83. Fagerberg, Jan, Verspagen, Bart, Technology-Gaps, Innovation-Diffusion and Transformation: An Evolutionary Interpretation, *Research Policy*, Vol. 31, No. 8/9, 2002, 1291–1304
84. Fey Carl, Opening the Black Box of Motivation: A Cross Cultural Comparison of Sweden and Russia, *International Business Review*, Vol. 14, No. 3, 2005, str. 345 - 367
85. FIC, 2010, *Bela knjiga*
86. Francois Jean Hennart, Park Young Ryoel, Greenfield vs. Acquisition: The Strategy of Japanese Investors in the United States, *Management Science*, Vol. 39, No.9, 1993, str. 1054-1070
87. Fraser Lyn, Ormiston Aileen, 2010, *Understanding Financial Statements*, Pearson Education
88. FREN, 2010, *Postkrizni model ekonomskog rasta i razvoja Srbije 2011 – 2020*
89. Gao Ting, Foreign Direct Investment and Growth under Economic Integration, *Journal of International Economics*, Vol. 67, No 1, 2005, str. 157-174
90. Garibaldi Pietro, Mora Nada, Sahay Ratna, Zettelmeyer Jeromin, What Moves Capital to Transition Economies, *IMF Staff Papers*, Vol. 48 special Issue, 2001, str. 129 – 145
91. Gaughan Patrick, 2007, *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring*, Wiley & Sons
92. Ghemawat Pankaj, Distance Still Matters: The Hard Reality of Global Expansion, *Harvard Business Review*, Vol. 79, No. 8, 2001, str. 137 - 148
93. Gligorić Mirjana, Randelović Saša, Marković Dušan, 2009, Determinants of Foreign Direct Investments – Experience of Serbia, u Aleksandra Prašević, Božidar Cerović i Momir Jakšić (editors), *Economic Policy and Global Recession*, Vol. 2, Faculty of Economics University of Belgrade, str. 386. i 387
94. Goitom Tesfom, Lutz Clements, A Classification of Export Marketing Problems of Small and Medium Sized Manufacturing Firms in Developing Economies, *Journal of Emerging Markets*, Vol. 1, No. 3, 2006, str. 262 - 282
95. Golden Peggy, Doney Patricia, Johnson Denise, Smith Jerald, The Dynamics of a Marketing Orientation in Transition Economies: A Study of Russian Firms, *Journal of International Marketing*, Vol. 3, No. 2, 1995, str. 29 - 49
96. Grant M. Robert, 2005, *Contemporary Strategy Analysis*, Blekwell Publishing
97. Grob Jay, Meacham Matthew, 2002, *The Merger Before the Merger*, Bain Company
98. Grundy Tony, Rethinking and Reinventing Michael Porter's Five Forces Model, *Strategic Change*, Vol. 15, No. 5, August 2006, str. 213 – 229
99. Habeck Max, Kroger Fritz, Tram Michael, 2000, *After the Merger: Seven Strategies for Successful post Merger Integration*, Prentice Hall
100. Hamilton Leslie, Webster Philip, 2009, *International Business Environment*, Oxford Press
101. Henisz Witold, The Institutional Environment for Multinational Investment, *The Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 16, No.2, 2001, str. 334 - 364
102. Hill W.L.Charles , 2011, *International business*, McGraw Hill
103. Hirst Paul, Thompson Grahame, 2003, Future of Globalization, u Michie Jonathan (editor), *Handbook of Globalization*, Edward Edger publishing Ltd.
104. Hitt A. Michael, Harrison S. Jeffrey, Ireland R. Duane, 2001, *Mergers and Acquisitions, A Guide to Creating Value for Stakeholders*, Oxford University Press
105. Hitt Michael, Ireland Duane, Santoro Michael, 2006, Developing and Managing Strategic Alliances, Building Social Capital and Creating Value, u Ghobadian Abby O'Regan Nicholas, Galler David, Viney Howard (editors), *Strategy and Performance Achieving Competitive Advantage in the Global Marketplace*, Middlesex University Business school, London

106. Holinshead Graham, Michailova Snejina, Blockbusters or Bridge Builders? The Role of Western Trainers in Developing New Entrepreneurialism in Eastern Europe, *Management Learning*, Vol. 32, No. 4, 2001, str. 419 - 432
107. Hooly Graham, Broderick Amanda, Moler Kristian, Competitive Positioning and Resources Based View of the Firm, *Journal of Strategic Marketing*, Vol. 6, No. 2, 1998, str. 97 - 115
108. Hooly Graham, Tony Cox, Fahy John, Shipley David, Beracs Jozef, Fonfara Krzysztof, Snoj Boris, Market Orientation in the Transition Economies of Central Europe: Test of Narver and Slater Market Orientation Scale, *Journal of Business Research*, Vol. 50, No. 3, 2000, str. 273 - 285
109. Hoskisson E. Robert, Lorraine Eden, Chung Ming Lau, Mike Wright, Strategy in Emerging Economies, *Academy of Management Journal*, Vol. 43, No. 3, 2000, str. 249 – 267
110. Houston Mark, Johnson Shane, A Re-examination of The Motives and Gains in Joint Ventures, *Journal of Financial Quantitative Analysis*, Vol. 35, No. 1, 2000, str. 67-85
111. Howson Peter, 2002, *Due Diligence the Critical Stage in Mergers and Acquisitions*, Gower Publishing
112. Howson Peter, 2006, *Commercial Due Diligence The Key to Understanding Value in Acquisitions*, Gower Publishing
113. Hunter C. William, Jagtiani Julap, An Analysis of Advisor Choice, Fees, and Effort in Mergers and Acquisitions, *Review of Financial Economics*, Vol. 12, No. 1, 2003, str. 65 – 81
114. Husted Bryan, David Alan, Corporate Social Responsibility in the Multinational Enterprise: Strategic and Institutional Approaches, *Journals of International Business Studies*, Vol. 37, No. 6, 2006, str. 838-849
115. Iankova Elena and Katz Jan, Strategies for Political Risk Mediation by International Firms in Transition Economies: The Case of Bulgaria, *Journal of World Business*, Vol. 38, No. 3, 2003, str. 182 – 203
116. IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey Data – Global trends*, cpis.imf.org
117. Ireland Duane, Hoskisson Robert, Hitt Michaele, 2009, *The Management of Strategy, Concept and Cases*, South Western, Cengage Learning
118. Ismail Ahmad, Are Good Financial Advisor Really Good? The performance of Investment Banks in the M&A Market, *Review Quantitative Financial Account*, Vol. 35, No. 4, 2010, str. 411 - 429
119. Isobe Takehiko, Makino Shige, Montgomery B. David, Resources Commitment, Entry Timing, and Market Performance of Foreign Direct Investment in Emerging Economies: The Case of Japanese International Joint Ventures in China, *Academy of Management Journal*, Vol. 43, No. 3, 2000, str. 468 - 484
120. Jedrzej George Fryans, Kamel Mellahi, Pigman Geofrrey Alen, First Mover Advantages in International Business and Firm Specific Political Resources, *Strategic Management Journal*, Vol. 27, No. 4, 2006, str. 321 – 345
121. Jemison B. David, Sitkin B. Sim, Acquisitions: The Process Can be a Problem, *Harvard Business Review*, Vol. 64, No. 2, March – April 1986, str. 107 - 116
122. Jensen E. Arnold, Practice of Business Seeking a Candidate for Merger and Acquisitions, *Business Horizons*, Vol. 25, No. 3, May – June, 1992, str. 80 – 84
123. Jensen Michael, Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function, *Business Ethics Quarterly*, Vol. 12, No. 2, 2002, str. 235 - 256
124. Kale R. Jayant, Kini Omesh, Harly E. Ryan, Financial Advisors and Shareholder Wealth Gains in Corporate Takeovers, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 3, No. 2, September 2003, str. 475 - 501
125. Kaličanin Đorđe, 2006, *Menadžment vrednosti preduzeća*, Ekonomski fakultet Beograd

126. Kaličanin Đorđe, A Question of Strategy: To be Pioneer or a Follower?, *Economic Annals*, Vol. LII, No. 177, April – June 2008, str. 89 – 102
127. Kaličanin Đorđe, O hibridnoj generičkoj strategiji: niski troškovi i diferenciranje istovremeno, *Ekonomika preduzeća*, Vol. LV, No. 7-8, Novembar – Decembar 2007, str. 263 - 272
128. Kaličanin Đorđe, Strategije stvaranja vrednosti pionira i sledbenika, *Ekonomika preduzeća*, Vol. LVI, No. 7-8, novembar – decembar 2008, str. 237 – 247
129. Kalman Kalotay, Hunya Gabor, Privatization and FDI in Central and Eastern Europe, *Transnational Corporations*, Vol. 9, No. 1, April 2000, str. 39-67
130. Kaplan Robert, Norton David, Having Trouble with Your Strategy? Than Map it, *Harvard Business Review*, Vol. 78, No. 5, September – October, 2000, str. 167-176
131. Kaplan Robert, Norton David, Linking the Balanced Scorecard to Strategy, *California Management Review*, Vol. 39, No. 1, 1996, str. 53 - 79
132. Kaplan Robert, Norton David, Strategy Maps, *Strategic Finance*, Vol. 89, No. 3, 2004, str. 27-35
133. Kaplan Robert, Norton David, The Balanced Scorecard – Measures That Drive Performance, *Harvard Business Review*, Vol. 70, No. 1, January February 1992, str. 71 - 79
134. Kaplan Robert, Norton David, Transforming Balanced Scorecard from Performance Measurement to Strategic Management, *Accounting Horizons*, Vol. 15, No. 1, 2001, str. 87-104
135. Kapur Devesh, Ramamurti Ravi, India's Emerging Competitive Advantage in Services, *Academy of Management Executive*, Vol. 15, No. 2, 2001, str. 20 - 32
136. Katsioloudes Marios, Hadjidakis Spyros, 2007, *International Business*, Elsevier
137. Kay T. Ira, Shelton Mike, The People Problem in Mergers, *The McKinsey Quarterly*, No 4., 2000, str. 27-37
138. Khanna Tarun, Palepu G. Krishna, Sinha Jayant, Strategies That Fit Emerging Markets, *Harvard Business Review*, Vol. 83, No. 6, Jun 2005, str. 63-77
139. Khanna Tarun, Palepu G. Krishna, Why Focused Strategies May be Wrong for Emerging Economies, *Harvard Business Review*, Vol. 75, No. 4, July – August 1997, str. 41-51
140. Kogut Bruce, Singh Harbir, The Effect of National Culture on The Choice of Entry Mode, *Journal of International Business Studies*, Vol. 19, No. 1, 1988, str. 411-432
141. KPMG International, 2005, *Alliances and Joint Ventures, Fit, Focus and Follow Through*, [www.kpmg.com/Services/Advisory/Other/JointVentures.htm](http://www.kpmg.com/Services/Advisory/Other/JointVentures.htm)
142. KPMG, 1998, *Unlocking Shareholder Value*
143. KPMG, 2011, *KPMG International Survey of Corporate Social Reporting 2011*
144. Krishnana Hema, Hitt Michael, Park Daewoo, Acquisitions Premiums, Subsequent Workforce Reduction and Post Acquisitions Performance, *Journal of Management Studies*, Vol. 44, No. 5, July 2007, str. 709 - 732
145. Krohmer Harley, Homburg Christian, Workman John, Should Marketing be Cross – Functional? Conceptual Development and International Empirical Evidence, *Journal of Business Research*, Vol. 55, No. 6, 2002, str. 451 - 465
146. Krugman Paul, Obstfeld Maurice, 2003, *International Economics: Theory and Policy*, Addison Wesley
147. Kumar Nirmalya, Strategies to Fight Low – Cost Rivals, *Harvard Business Review*, Vol. 84, No. 12, December 2006, str. 106 – 112
148. Kwok Chuck, Tadese Solomon, The MNC as an Agent of Change for Host Country Institutions: FDI and Corruption, *Journal of International Business Studies*, Vol. 37. No. 6., 2006, str. 767 - 785



149. Lajoux Reed Alexandra, Elson M. Charles, 2011, *The Art of M&A Due Diligence*, McGraw Hill
150. Larcker David, Tayan Brian, 2011, *Corporate Governance Matters: A Closer Look at Organizational Choices and Their Consequences*, Pearson Education
151. Lasker D. Roz, Weiss S. Elisa, Miller Rebecca, Partnership Synergy: A Practical Framework for Studying and Strengthening the Collaborative Advantage, *The Milbank Quarterly*, Vol. 79, No.2, 2001, str. 179-205
152. Leonidu Leonidas, Katsikeas Constantine, Neil Morgan, Firm Level Export Performance Assessment: Review, Evaluation and Development, *Academy of Marketing Science*, Vol. 28, No. 4, 2000, str. 493 - 511
153. Leonidu Leonidas, Katsikeas Constantine, Samie Saeed, Marketing Strategy Determinants of Export Performance: A Meta Analysis, *Journal of Business Research*, Vol. 55, No. 1, 2002, str. 51 - 67
154. Levit Theodore, The Globalization of Market, *Harvard Business Review*, May – June 1983, str. 93-102
155. Lieberman Marvin and Montgomery David, First Mover Advantage, *Strategic Management Journal*, Vol. 9, No. 1, 1988, str. 41 – 58
156. Lončar Dragan, Insights into Global Future Scenarios: Projected Trends in Food and Energy Industries, *Ekonomika Preduzeća*, Vol. LVII, No. 1-2, 2010, str. 89-98
157. Mackey Alison, Mackey Tyson, Barney Jay, Corporate Social Responsibility and Firm Performance: Investors Preference and Corporate Strategies, *Journal of Management Review*, Vol 32, No. 3, 2007, str. 817 - 835
158. Madura Jeff, Roland Fox, 2007, *International Financial Management*, Thomson Learning
159. Malinić Dejan, Milićević Vlade, Stevanović Nikola, 2012, *Upravljačko računovodstvo*, Ekonomski fakultet Beograd
160. Marks Lee Mitchell, Mirvis H. Philips, 2009, Making Mergers and Acquisitions Work: Strategic and Psychological Preparation, u Ashok Som (editor), *International Management: Managing Global Corporation*, Mc Graw Hill
161. Matoo Aaditya Olarreaga Marcelo, Kamal Saggi, Mode of Foreign Entry, Tehnology Transfer and FDI Policy, *Journal of Development Economics*, Vol. 75, No. 1, 2004, str. 95 - 111
162. McKinsey, 2002, *Global Investor Opinion Survey*
163. McKinsey, 2011, *Governance Since the Economic Crises*
164. Mellen Chriss, Evan Frank, 2010, *Valuation for M&A*, Wiley & Sons
165. Mencinger Jože, The «Addiction» with FDI and Current Account Balance, *Inostrani kapital kao faktor razvoja zemalja u tranziciji*, Ekonomski fakultet u Kragujevcu, 2009, str. 3-14
166. Meyer E. Klaus, Estrin Saul, Brownfield Entry in Emerging Markets, *Journal of International Business Studies*, Vol. 32, No. 3, 2001, str. 575 - 584
167. Meyer E. Klaus, Estrin Saul, Brownfield Entry in Emerging Markets, *Journal of International Business Studies*, 2001, Vol. 32, No. 3, str. 575 - 584
168. Meyer E. Klaus, Estrin Saul, Sumon Kumar Bhaumik, Peng W. Mike, Institutions, Resources and Entry Strategies in Emerging Markets, *Strategic Management Journal*, Vol. 30, No. 1, 2009, str. 61-80
169. Meyer E. Klaus, Management Challenges in Privatization Acquisitions in Transition Economies, *Journal of World Business*, Vol. 37, No. 4, 2002, str. 266 – 276
170. Meyer Klaus, Lieb Doczy Enese, Post Acquisition Restructuring as Evolutionary Process, *Journal of Management Studies*, Vol. 40, No. 2, 2003, str. 459 - 482
171. Meyer Klaus, Perspectives on Multinational Enterprises in Emerging Economies, *Journal of International Business Studies*, Vol. 35, No. 4, 2004, str. 259 - 276

172. Meyer Klaus, Sinani Evis, Spillover of Technology Transfer from FDI: The Case of Estonia, *Journal of Comparative Economics*, Vol. 32, No. 3, 2004, str. 445 - 466
173. Milisavljević Momčilo, 2004, *Proces globalizacije svetske privrede*, Institut ekonomskih nauka, [www.iien.bg.ac.yu/download/sp98-01.pdf](http://www.iien.bg.ac.yu/download/sp98-01.pdf)
174. Milovanović Angelina, 2008, *Kompenzacione sheme za menadžere na bazi vrednovanja performansi*, magistarski rad, Ekonomski fakultet, Beograd
175. Ming Zeng, Managing the Cooperative Dilemma of Joint Ventures: The Role of Structural Factors, *Journal of International Management*, Vol. 9, No. 2, 2003, str. 95 - 113
176. Mišun Jan, Tomšk Vladimir, Does FDI Crowd in or Crowd out Domestic Investment?, *Eastern European Economics*, Vol. 40, No. 2, 2002, pp. 38-56
177. Mohan Nancy, Ainina Fall, Kaufman Daniel, Winger Bernard, Acquisition/Divestiture Valuation Practices in Major US Firms, *Financial Practice and Education*, Vol. 1, No. 1, Spring 1991, str. 73 – 81
178. Moon Chang, Rugman Alan, Verbeke Alain, A Generalized Double Approach to the Global Competitiveness of Korea and Singapore, *International Business Review*, Vol. 7, No. 2, 1998, str. 135 - 150
179. Mudde A. Paull, Brush Thomas, 2004, Firm Competitiveness and Acquisitions: The Role of Competitive Strategy and Operational Effectiveness in M&A, u Emy L. Pablo, Javidan Mansou (editori), *Mergers and Acquisitions: Creating Integrative Knowledge*, Blackwell Publishing,
180. Mukherjee Tarun, Kiyamaz Halil, Beker Kent, Merger Motives and Target Valuation: A Survey of Evidence from CFOs, *Journal of Applied Finance*, Vol. 14, No. 2, Fall/Winter 2004, str. 7 - 24
181. Müller Thomas, Analyzing Modes of Foreign Entry: Greenfield Investment versus Acquisition, *Review of International Economics*, Vol. 15, No. 1, 2007, str. 93 – 111
182. Murray Keith, Montanari John, Strategic Management of the Social Responsible Firm: Integrating Management and Marketing Theory, *Academy of Management Review*, Vol. 11, No. 4, 1986, str. 815 - 827
183. Nakata Cheryl, K. Sivakumar, Emerging Markets Conditions and their Impact on First Mover Advantages: An Integrative Review, *International Marketing Review*, Vol. 14, No. 6, 1997, str. 461- 485
184. Napier Nancy, Thomas David, 2004, *Managing Relationship in Transition Economies*, Praeger Publishers
185. Narayanan V. K, Fahey Liam, The Relevance of the Institutional Underpinnings of Porter's Five Forces Framework to Emerging Economies: An Epistemological Analysis, *Journal of Management Studies*, Vol. 42, No. 1, January 2005, str. 207 - 223
186. Obloy Krzysztof, Thomas Howard, Transforming Former State Owned Companies into Market Competitors in Poland: The ABB Experience, *European Management Journal*, Vol. 16, No. 4, 1998, str. 390 - 399
187. Obloy Krzysztof, Thomas Howard, Transforming Former State Owned Companies into Market Competitors in Poland: The ABB Experience, *European Management Journal*, Vol. 16, No. 4, 1998, str. 390 - 399
188. OECD, 2004, *OECD Principles of Corporate Governance*
189. OECD, 2008, *International Migration Outlook*, Paris
190. Oskar Kovač, 2003, *Međunarodne finansije*, Ekonomski fakultet Beograd
191. Pendlebury Maurice, Groves Roger, *Company Accounts: Analysis, Interpretation and Understanding*, Thomson Learning

192. Peng Mike, Khoury Theodor, Unbundling the Institution Base View of International Business Strategy, u Alan Rugman (editor), *International Business*, 2008, Oxford University Press
193. Peng Mike, Sunny Li Sun, Pinkham Brian and Chen Hao, The Institution Based View as a Third Leg for a Strategy Tripod, *Academy of Management Perspective*, Vol. 23, No. 3, August 2009, str. 63 - 81
194. Peng Mike, Tan Justin, Tong W. Tony, Ownership Types and Strategic Groups in an Emerging Economy, *Journal of Management Studies*, Vol. 41, No. 7, 2004, str. 1105 - 1129
195. Peng Mike, Wang YL Denis, Jiang YI, An Institution Based View of International Business Strategy: A Focus on Emerging Markets, *Journal of International Business Studies*, Vol. 39, No. 5, 2008, str. 920 – 936
196. Peng W. Mike, Heath Sue Peggy, The Growth of the Firm in Planned Economies in Transition: Institutions, Organizations and Strategic Choice, *Academy of Management Review*, Vol. 21, No. 2, 1996, str. 492-528
197. Pereiro Louis, 2002, *Valuation of Companies in Emerging markets*, Wiley&Sons
198. Pešalj Biljana, 2006, *Merenje performansi preduzeća: Tradicionalni i savremeni koncepti*, Ekonomski fakultet, Beograd
199. Peter Dicken, 2003, *Global Shift Mapping the Changing Contours of the World Economy*, The Guilford Press, London
200. Pippa Norris, 2000, Global governance and Cosmopolitan Citizens, u Nye S. Joseph i Donahue D. John (editors), *Governance in Globalizing World*, Brooking Institution Press
201. Porrini Patrizica, Can a Previous Alliance Between an Acquirer and a Target Affect Acquisition Performance?, *Journal of Management*, Vol. 30, No. 4, 2004, str. 545 - 562
202. Porter E. Michael, 1985, *Competitive advantage – Creating and Sustaining Superior Performance*, The Free Press
203. Porter E. Michael, 1996, *On Competition*, Harvard Business Review Book
204. Porter E. Michael, Millar E. Victor, How Information Gives You Competitive Advantage, *Harvard Business Review*, Vol. 63, No. 4, July – August 1985, str. Str. 2 – 14
205. Porter E. Michael, Strategy and the Internet, *Harvard Business Review*, Vol. 79, No. 3, March 2001, str. Str. 64 – 78
206. Porter E. Michael, The Five Competitive Forces That Shape Strategy, *Harvard Business Review*, Vol. 86, No. 1, January 2008, str. 79 - 93
207. Porter Michael, 1980, *Competitive Strategy Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, The Free Press
208. Porter Michael, 1990, *The Competitive Advantage of Nations*, The Free Press
209. Porter Michael, Clusters and the New Economics of Competitions, *Business Harvard Review*, Vol. 76, No. 6, 1998, str. 77 - 90
210. Porter Michael, From Competitive Advantage to Corporate Advantage, *Harvard Business Review*, Vol. 65, No. 3, 1987, str. 43 - 59
211. Porter Michael, Kramer Mark, Strategy and Society, *Harvard Business Review*, Vol. 84, No. 12, 2006, str. 78 – 85 i 88 - 92
212. Porter Michael, Kramer Mark, The Competitive Advantage of Corporate Philanthropy, *Harvard Business Review*, Vol. 80, No. 12, 2002, str. 57 - 68
213. Porter Michael, Mapping Social Opportunities, *Harvard Business Review*, Vol. 84, No. 12, 2006, str. 86-87
214. Porter Michael, The Competitive Advantage of Nations, *Harvard Business Review*, Vol. 68, No. 2, March/April 1990, str. 72 -91

215. Prasad Esward, Rogoff Kenneth, Wei Shang – Jin, Kose M. Ayhan, *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, International Monetary Fund, 17 March 2003, str. 1-71
216. Rakita Branko, 2006, *Međunarodni biznis i menadžment*, Ekonomski fakultet, Beograd
217. Rakita Branko, 2009, *Međunarodni marketing*, Ekonomski fakultet Beograd
218. Randelović Saša, Marković Dušan, Role of Transfer Pricing in Contemporary Business, *International Symposium Economy and Business*, 2009, Sunny Beach, Bulgaria, str. 118-129
219. Rapport Alfred, 1998, *Creating Shareholder Value*, The Free Press
220. Rodriguez Peter, Siegel Donald, Hillman Amy, Eden Lorraine, Three Lenses on the Multinational Enterprise: Politics, Corruption and Corporate Social Responsibility, *Journal of International Business Studies*, Vol. 37, No. 6, 2006, str. 733 - 746
221. Rondinell Dennis, Black Sloan Sylvia, Multinational Strategic Alliances and Acquisitions in Central and Eastern Europe: Partnerships in Privatization, *Academy of Management Executive*, Vol. 14, No. 4, 2000, str. 85 – 98
222. Rossi Stefano, Volpin F. Paolo, Cross – Country Determinants of Mergers and Acquisition, *Journal of Financial Economics*, Vol. 74, No. 2, 2004, str. 277-304
223. Rugman Alan, A New Theory of Multinational Enterprises: Internationalization vs Internalization, *Columbia Journal of World Business*, Spring 1980, str. 23-29
224. Saisana Michaela, Tarantola Stefano, 2002, *State of the Art Report on Current Methodologies and Practices for Composite Indicator Development*, Joint Research Centre European Commission
225. Santalainen Timo, Leimman Jaak, Straddling for Market Space: Transforming Estonian State Owned Enterprises Toward a Free Market Orientation, *International Business & Economics Research Journal*, Vol. 2, No. 9, 2003, str. 75 - 89
226. Saunders Anthony, The Eurocurrency Interbank Market: Potential for International Crises, *Business Review*, January/February 1988, str. 17 - 27
227. Schuh Arnold, Global Standardization as a Success Formula for Marketing in Central Eastern Europe, *Journal of World Business*, Vol. 35, No. 2, 2000, str. 133 - 148
228. Schuler Randall, Jackson Susan, HR Issues and Activities in Mergers and Acquisitions, *European Management Journal*, Vol. 19, No. 3. 2001, str. 239 – 253
229. Schweiger Davic, Goulet Philip, Facilitating Acquisition Integration through Deep Level Cultural Learning Interventions: A Longitudinal Field Experiment, *Organization Studies*, Vol. 26, No. 10, 2005, str. 1477 - 1499
230. Schweiger David, Csizar Ernst, Napier Nancy, Implementing International Mergers and Acquisitions, *Human Resources Planning*, Vol. 16, No. 1, 2002, str. 53 - 70
231. Schweiger David, Philippe Very, Creating Value through Merger and Acquisitions Integration, *Advances in Mergers and Acquisitions*, Vol. 2, 2003, str. 1 - 26
232. Serveas Henri, Zenner Marc, The Role of Investment Bank in Acquisitions, *The Review of Financial Studies*, Vol. 9, No. 3, Fall 1996, str. 787 - 815
233. Sheksnia Stanislav, Western Multinationals' Human Resource Practices in Russia, *European Management Journal*, Vol. 16, No. 4, 1998, str. 460 - 465
234. Shipley David, Hooly Graham, Tony Cox, Fonfara Krzysztof, The Effects of Privatization on Marketing Capability and Activity in Poland, *International Journal of Research in Marketing*, Vol. 15, No. 4, 1998, str. 367 – 381
235. Skeldon Ron, *Globalization, Skilled Migration and Poverty Alleviation: Brain Drains in Context*, Sussex, Working paper T15, 2005, str. 1-39

236. Slangen Arjen, National Culture Distance and Initial Foreign Acquisition Performance: The Moderating Effect of Integration, *Journal of World Business*, Vol. 41, No. 2, 2006, str. 161 - 170
237. Slangen H.L. Arjen, National Cultural Distance and Initial Foreign Acquisitions Performance: The Moderating Effect of Integration, *Journal of World Business*, Vol. 41, No. 2, 2006, str. 161 - 170
238. Smith Craig, Corporate Social Responsibility, *California Management Review*, Vol. 45, No. 4, 2003, str. 52 - 76
239. Solnik Bruno, McLeavey Dennis, 2009, *Global Investments*, Pearson International Edition
240. Solnik Bruno, Odier Patrick, 2009, Lessons for International Asset Allocation, *Financial Analysts Journal*, Vol. 49, No. 2, 1993, str. 63 – 77
241. Sousa Carlos, Martinez Lopez Francisco, Coelho Filipe, The Determinants of Export Performance: A Review of Research in the Literature Between 1998 and 2005, *International Journal of Management Review*, Vol. 10, No. 4, 2008, str. 343 - 374
242. Šoškić Dejan, Živković Boško, 2007, *Finansijska tržišta i institucije*, Ekonomski fakultet Beograd
243. Stewart III G. Bennett. 2003, How to Fix Accounting - Measure and Report Economic Profit, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 15, No. 3, 2003, str. 63-82.
244. Stiglitz E. Joseph, Capital – Market Liberalization, Globalization and the IMF, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 20, No. 1, str. 57 – 71
245. Stiglitz E. Joseph, Whither Reform? Ten years of the Transition, *World Bank Annual Bank Conference on Development Economics*, April 1999, str. 1-34
246. Suarez F. Fernando, Lanzolla Gianvito, The Half Truth of First Mover Advantage, *Business Harvard Review*, Vol. 83, No. 4, April 2005, str. 121 - 127
247. Suarez F. Fernando, Lanzolla Gianvito, The Role of Environmental Dynamics in Building a First Mover Advantage Theory, *Journal of Management Review*, Vol. 32. No. 2, 2007, str. 377 - 392
248. Sudarsanam Sudi, 2003, *Creating Value from Mergers and Acquisitions*, Pearson Education
249. Thompson Arthur, Strickland A. J., 2003, *Strategic Management Concept and Cases*, McGraw Hill Irwin
250. Thomson A. Arthur, Strickland A.J., Gamble E. Johnny, 2002, *Creating and Executing Strategy*, McGraw Hill 14th edition
251. Tibergien Mark, Dahl Owen, 2006, *How to Value, Buy or Sell Financial Advisory practice*, Bloomberg
252. Tihany Laszlo, Roath Anthony, Tehnology Transfer and Institutional Development in Central and Eastern Europe, *Journal of World Business*, Vol. 37, No. 3, 2002, str. 188 – 198
253. Todorović Miroslav, 2010, *Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd
254. Torben M. Andersen, Tryggvi Thor Herbertsson, *Measuring Globalization*, Discussion paper No.817, Institute for the Study of Labour, 2003, str. 1-19
255. Uhlenbruck Klaus, De Castro Julio, Foreign Acquisitions in Central and Eastern Europe: Outcomes of Privatization in Transitional Economies, *Academy of Management Journal*, Vol. 43, No. 3, 2000, str. 381 - 402
256. UNCTAD, 2000, *World Investment Report*
257. UNCTAD, 2009, *World Investment Report*,
258. UNCTAD, 2011, *World Investment Report*
259. UNDP, 2009, *Human development report*
260. Usunier Claude Jean, 2000, *Marketing Across Cultures*, Prentice Hall Europe

261. Utz Weitzel, Sjorns Berns, Cross – Border Takeovers, Corruption and Related Aspects of Governance, *Journal od International Business Studies*, Vol. 37. No. 6, 2006, str. 786-806
262. Verbeke Alain, 2008, *International Business Strategy*, Cambridge University Press
263. Vernon Raymond, International Investment and International Trade in the Product Cycle, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 80, 1966, str. 190-207
264. Vuksanović Iva, Kuč Vukašin, 2011, Kako unaprediti efektivnost korporativnog upravljanja: Iskustvo iz krize, u (editori) Janjićijević Nebojša, Lovreta Stipe, *Novi metodi menadžmenta i marketinga u podizanju konkurentnosti srpske privrede*, Ekonomski fakultet Beograd, Naučno društvo ekonomista Srbije, Ekonomski fakultet u Subotici
265. Weaver Samuel, Harris Robert, Bielinski Daniel, MacKanzai Kenneth, Merger and Acquisition Valuation, *Financial Management*, Vol. 20, No. 2, Sumer 1991, str. 85 - 96
266. Wernerfelt Birger, A Resources Based View of the Firm, *Strategic Management Journal*, Vol. 5, No. 2, 1984, str. 171 - 180
267. Weston Fred, 1994, Divestiture: Mistakes or Learning?, u Gaughan Patrick (editor), *Readings in Mergers and Acquisitions*, Blackwell Finance
268. Weston Fred, Mitchell Mark, Mulhiren Harold, 2004, *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance*, Prentice Hall
269. Weston Fred, Siu Juan, Johnson Brian, 1997, *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance*, Prentice Hall
270. Wild John, Wild Kenneth, Han Jery, 2003, *International Business*, Prentice Hall
271. Wilkins Mira, The History of Multinational Enterprises, u Rugman Alan (editor), *International Business*, 2007, The Oxford Handbook
272. Williamson G. Jeffrey, *Globalization, Convergence and History*, Working paper 5259, National Bureau of Economic Research, Cambridge, 1995, str. 1-41
273. World Bank, 1996, *From Plan to Market*
274. World Bank, 2011, *Annual Report*
275. World Bank, 2012, *Global development finance*
276. World Economic Forum, 2008, *Global Competitiveness Report*
277. World Economic Forum, 2011, *The Global Competitiveness Report*
278. Wrage Stephan, Wrage Aleksandra, Multinational Enterprises as “Moral Entrepreneurs” in Global Prohibition Regime Against Corruption, *International Studies Perspectives*, Vol. 6, No. 3, 2005, str. 316 – 324
279. WTO, 2011, *World Trade Report*
280. Yadong Luo, 2002, *Multinational Enterprises in Emerging Markets*, Copenhagen Business School Press
281. Yadong Luo, Peng W. Mike, First Mover Advantages in Investing in Transitional Economies, *Thunderbird International Business Review*, Vol. 40, No. 2, 1998, str. 141 - 163
282. Yadong Luo, Timing of Investment and International Expansion Performance in China, *Journal of International Business Studies*, Vol. 29. No. 2, 1998, str. 391 – 407
283. Young David, O’Byrne, 2001, *EVA and Value Based Management: A Practical Guide to Implementation*, McGraw Hill
284. Zimmerman Jerold, EVA and Divisional Performance Measurement: Capture Synergies and Other Issues, *Journal of applied corporate finance*, Vol. 10, No. 2, summer 1997, str. 98 – 109

**INTERNET IZVORI**

1. www.cefta2006.com
2. www.doingbusiness.org
3. www.ebrd.com
4. www.euronews.net
5. www.imf.org
6. www.itu.int
7. www.sec.gov
8. www.stat.wto.org
9. www.unctad.org
10. www.web.worldbank.org
11. www.world-exchanges.org
12. www.mccibarra.com
13. markets.ft.com
14. www.wto.org
15. www.bloomberg.com
16. www.ewdn.com
17. www.fao.org/
18. www.klasteri.merr.gov.rs
19. www.konkurentnasrbija.gov.rs
20. www.siepa.gov.rs
21. www.srp.gov.rs/
22. www.vranje.rs/
23. www.webrzs.stat.gov.rs
24. www.webrzs.stat.gov.rs
25. www.weforum.org
26. www.doingbusiness.org
27. [www.transparency.org](http://www.transparency.org)

## **BIOGRAFIJA**

Marković Dušan rođen je u Boru 1981. godine. U rodnom mestu je 2000. godine završio gimnaziju „Bora Stanković“ sa odličnim uspehom. Iste godine upisao je Ekonomski fakultet u Beogradu na kome je u novembru 2004. godine diplomirao sa prosečnom ocenom 9.21. Na završnoj godini studija bio je stipendista „Delta banke“, stipendiranje dvadeset najboljih studenata Ekonomskog fakulteta u Beogradu, NIS FAM Kruševac i Republike Srbije. Novembra 2004. godine upisao je posle diplomiranja studije „Međunarodni menadžment i marketing“, na kojima je položio sve ispite sa prosečnom ocenom 9.70. U maju 2008. godine odbranio je magistarsku tezu pod nazivom „Međunarodna zajednička ulaganja i strategijske alijanse u uslovima globalne konkurencije“. Od marta 2005. godine do oktobra 2007. godine Marković Dušan je radio kao finansijski savetnik u Grant Thornton Serbia. Tokom rada bio je angažovan na većem broju projekata aukcijske i tenderske privatizacije, restrukturiranja, izrade finansijskih Due Diligence, procene vrednosti kapitala, procene osnovnih sredstava po MRS i zastupanja stranih investitora u postupku preuzimanja. Od oktobra 2007. godine Marković Dušan radi na Ekonomskom fakultetu u Beogradu kao saradnik u nastavi, a zatim asistent, na predmetima „Međunarodni marketing“ i „Međunarodni menadžment“. Objavio je veći broj članka iz oblasti međunarodnih preuzimanja, zajedničkih ulaganja, ulaska na brzo rastuća tržišta i stranih direktnih investicija. Od 2008. godine je u braku sa Dragicom, sa kojom ima dvoje dece, Mariju i Lazara.



Прилог 1.

## Изјава о ауторству

Потписани: Марковић Душан

број индекса: \_\_\_\_\_

### Изјављујем

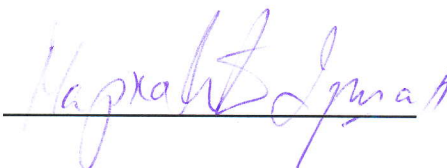
да је докторска дисертација под насловом

### КОНКУРЕНТСКИ И ФИНАНСИЈСКИ ЕФЕКТИ МЕЂУНАРОДНИХ ПРЕУЗИМИЊА У СРБИЈИ

- резултат сопственог истраживачког рада,
- да предложена дисертација у целини ни у деловима није била предложена за добијање било које дипломе према студијским програмима других високошколских установа,
- да су резултати коректно наведени и
- да нисам кршио ауторска права и користио интелектуалну својину других лица.

Потпис докторанта

У Београду, 25.10.2012. године

  
\_\_\_\_\_

Прилог 2.

## Изјава о истоветности штампане и електронске верзије докторског рада

Име и презиме аутора: Марковић Душан

Број индекса \_\_\_\_\_

Студијски програм \_\_\_\_\_

Наслов рада: Конкурентски и финансијски ефекти међународних преузимања у Србији

Ментор: Проф. Др. Бранко Ракита, Економски факултет, Београд

Потписани: Марковић Душан

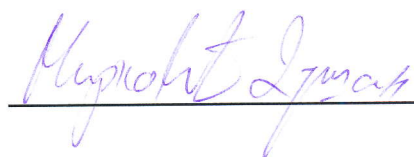
Изјављујем да је штампана верзија мог докторског рада истоветна електронској верзији коју сам предао/ла за објављивање на порталу **Дигиталног репозиторијума Универзитета у Београду**.

Дозвољавам да се објаве моји лични подаци везани за добијање академског звања доктора наука, као што су име и презиме, година и место рођења и датум одбране рада.

Ови лични подаци могу се објавити на мрежним страницама дигиталне библиотеке, у електронском каталогу и у публикацијама Универзитета у Београду.

Потпис докторанта

У Београду, 25.10.2012. године

  
\_\_\_\_\_

### Прилог 3.

## Изјава о коришћењу

Овлашћујем Универзитетску библиотеку „Светозар Марковић“ да у Дигитални репозиторијум Универзитета у Београду унесе моју докторску дисертацију под насловом:

### **КОНКУРЕНТСКИ И ФИНАНСИЈСКИ ЕФЕКТИ МЕЂУНАРОДНИХ ПРЕУЗИМИЊА У СРБИЈИ**

која је моје ауторско дело.

Дисертацију са свим прилозима предао сам у електронском формату погодном за трајно архивирање.

Моју докторску дисертацију похрањену у Дигитални репозиторијум Универзитета у Београду могу да користе сви који поштују одредбе садржане у одабраном типу лиценце Креативне заједнице (Creative Commons) за коју сам се одлучио.

1. Ауторство
2. Ауторство - некомерцијално
3. Ауторство – некомерцијално – без прераде
4. Ауторство – некомерцијално – делити под истим условима
5. Ауторство – без прераде
6. Ауторство – делити под истим условима

(Молимо да заокружите само једну од шест понуђених лиценци, кратак опис лиценци дат је на полеђини листа).

**Потпис докторанта**

У Београду, 25.10.2012. године

